

明治安田生命
2007-2008年度経済見通しについて

～目先は踊り場が続くも、来年半ば以降は回復ペースが速まる～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2007年7-9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 1.6%	2008年度 2.1%
名目GDP成長率：2007年度 1.3%	2008年度 2.4%

2. 要 点

- ①向こう半年程度の日本経済は、法改正の影響で住宅投資が攪乱要因となるものの、米国経済の鈍化によって、これまで景気を牽引してきた輸出や設備投資が低い伸びにとどまると見込まれることから、基調としては踊り場を脱しきれない状況が続くと予想する。
- ②2008年半ば以降は、米国の景気拡大ペースが住宅市場の持ち直しによって次第に速まるとみており、日本の輸出や設備投資の増勢も徐々に上向くと予想する。企業部門に明るさが戻ることで家計部門にも徐々に恩恵が波及し、個人消費も次第に力強さを増そう。
- ③コアCPI上昇率のプラス転換が見込まれること、景気は緩やかながらも回復基調をたどると予想されることから、日銀は段階的に利上げを実施しよう。無担保コールレートは、2007年度末に0.75%、2008年度末に1.25%と予想する。

〈主要計数表〉

	2006年度 (実績)	2007年度		2008年度	
			2007/8時点		2007/8時点
実質成長率	2.0%	1.6%	2.2%	2.1%	2.3%
成長率寄与度・内需	1.2%	0.7%	1.6%	1.7%	1.7%
・外需	0.8%	0.9%	0.6%	0.4%	0.6%
名目成長率	1.3%	1.3%	2.1%	2.4%	2.6%

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	2.0%	1.6%	2.1%	1.3%	0.7%	-0.4%	0.6%	0.1%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%
民間最終消費支出	0.7%	1.9%	1.6%	1.1%	0.8%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
民間住宅投資	0.4%	-15.1%	19.0%	2.2%	-1.4%	-4.1%	-7.8%	-16.7%	9.8%	15.2%	9.0%	2.4%	0.4%
民間設備投資	7.7%	0.4%	2.7%	2.3%	-0.3%	-2.1%	1.7%	0.3%	0.1%	0.5%	0.8%	1.0%	1.5%
政府最終消費支出	0.9%	0.8%	0.8%	0.1%	-0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
公的固定資本形成	-9.6%	-5.7%	-4.5%	3.7%	-1.1%	-2.7%	-2.6%	-0.5%	-2.0%	-1.0%	-0.8%	-1.0%	-0.5%
財貨・サービスの輸出	8.2%	7.5%	5.7%	1.0%	3.4%	0.9%	2.9%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.8%	2.0%
財貨・サービスの輸入	3.4%	2.3%	4.4%	-0.2%	0.9%	0.8%	0.5%	0.8%	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	1.5%
名目GDP	1.3%	1.3%	2.4%	1.4%	0.3%	-0.3%	0.3%	0.4%	0.8%	0.7%	0.6%	0.6%	0.8%
GDPデフレーター	-0.7%	-0.3%	0.3%	0.1%	-0.4%	0.1%	-0.3%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%

(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	2.0%	1.6%	2.1%	1.3%	0.7%	-0.4%	0.6%	0.1%	0.5%	0.7%	0.6%	0.5%	0.6%
民間最終消費支出	0.4%	1.0%	0.9%	0.6%	0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%
民間住宅投資	0.0%	-0.5%	0.5%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%	0.0%
民間設備投資	1.1%	0.1%	0.4%	0.4%	-0.1%	-0.3%	0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%
公的固定資本形成	-0.5%	-0.2%	-0.2%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
純輸出	0.8%	0.9%	0.4%	0.2%	0.4%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸出	1.2%	1.1%	0.9%	0.2%	0.5%	0.1%	0.5%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	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%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%

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%	2.7%	2.9%	6.0%	3.1%	2.4%	2.7%	2.3%	2.9%	3.2%	1.9%	2.2%	4.2%
消費者物価指数(前年比)	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
除く生鮮食品(前年比)	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
国内企業物価指数(前年比)	2.8%	2.3%	1.6%	2.7%	2.0%	2.4%	2.0%	2.4%	2.6%	1.6%	1.2%	1.5%	2.0%
完全失業率(季調済平均)	4.1%	3.8%	3.7%	4.0%	4.0%	3.8%	3.8%	3.9%	3.9%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
無担保コール翌日物(期末値)	0.50%	0.75%	1.25%	0.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%
為替レート(円/ドル:平均値)	117円	116円	112円	118円	119円	121円	118円	112円	113円	115円	113円	111円	109円

※国内企業物価指数は2000年基準

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

向こう半年程度の日本経済は、法改正の影響で住宅投資が攪乱要因になると考えられるものの、基調としては踊り場を脱しきれない状況が続くと予想する。米国経済の拡大ペースが鈍化していることから、これまで景気を牽引してきた輸出や設備投資が低い伸びにとどまると見られるためだ。しかし、2008 年半ば以降、米国の景気拡大ペースが住宅市場の持ち直しによって次第に速まるとみており、日本の輸出や設備投資の増勢も徐々に上向くと予想する。

個人消費は緩やかながらも増加基調を持続しよう。団塊世代の退職などによって一人当たり賃金は伸びにくい状況が続くものの、企業の雇用不足感から雇用環境の改善基調が続く可能性が高く、マクロベースの雇用者所得は増加傾向を持続すると考えられる。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、日銀の利上げで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となろう。米国景気の持ち直しが見込まれる 2008 年半ば以降は、国内企業の景況感が改善へ向かうことで家計部門にも次第に恩恵が及ぶことが予想され、個人消費も少しずつ力強さを増してゆこう。

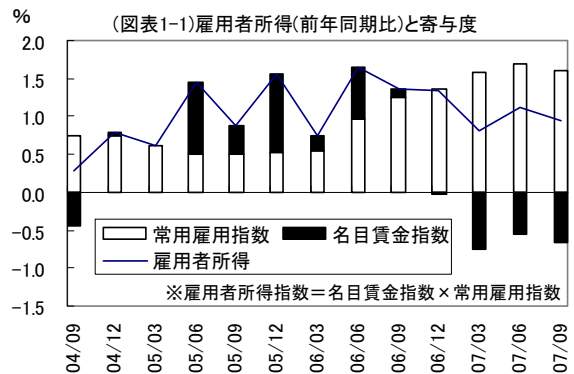
原油価格の高騰から、早晚、コア CPI 上昇率はプラスに転換すると予想する。しかし、景気の回復ペースは緩やかなものにとどまることが予想され、依然マイナス圏で推移すると試算される GDP ギャップの縮小幅は限定的と考える。物価上昇圧力は弱めの推移が続く可能性が高いことから、日銀は緩やかなペースで利上げを実施しよう。2008 年度末のコールレートは 1.25%と予想する。

(1) 個人消費は緩やかながらも増加基調が続く

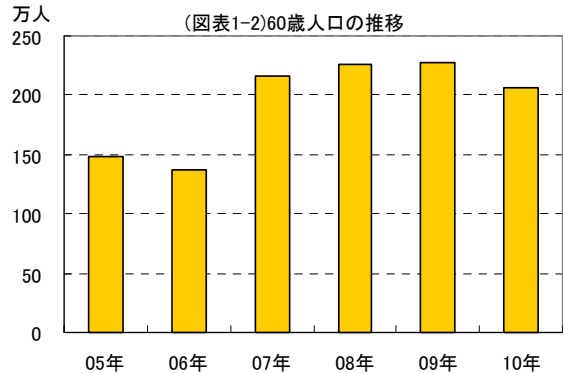
7-9月期の実質消費総合指数は前期比0.4%増となり、4四半期連続で前期の水準を上回った。7-9月期は、天候不順や住民税の増税などの悪材料があったにもかかわらず上昇しており、足元の個人消費は底堅く推移したと言える。

この背景にあるのは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）。

雇用者所得の動向は、個人消費の先行きを予想する上でも重要なポイントの一つとなる。雇用者所得を一人当たり賃金と雇用者数に分けて考えると、減少が続いている一人当たり賃金に関しては、今後も伸びにくい状況が続くと予想されるが、減



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成



(出所)国立社会保障・人口問題研究所資料より当社作成

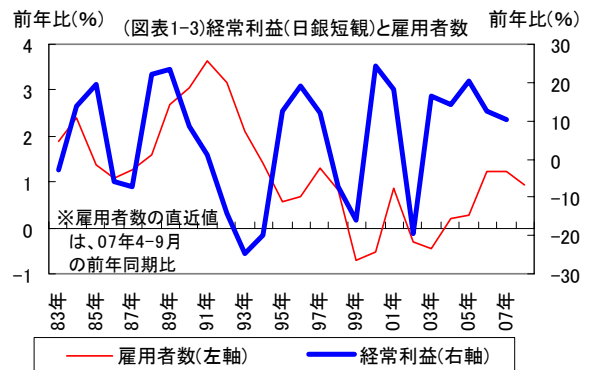
少の一因となっている団塊世代の退職による影響に関しては今後緩和する見込みだ。国立社会保障・人口問題研究所の将来推計人口データをみると、2006年から2007年にかけて60歳人口は急増したが、2007年から2008年にかけては小幅の増加にとどまる結果となっている(図表1-2)。足元では、相対的に賃金水準の高い団塊世代が退職することで一人当たり賃金の伸びが抑えられてきたが、2008年以降はこうした影響が小さくなる可能性が高い。

ただ、雇用者数については今後増加ペースが鈍化しそうだ。雇用者数の伸びは企業収益に遅れて推移する傾向がある(図表1-3)。9月調査の日銀短観における2007年度売上・収益計画では、経常利益の伸びが2006年度よりも鈍化する見通しが示されており(図表1-4)、今後は雇用環境にもこうした影響があらわれてくる可能性が高い。企業の雇用不足感が高まっていることを踏まえれば、雇用者数の増加傾向自体は続くと予想するが、改善ペースは緩やかなものにとどまりそうだ。以上から判断すると、今後、雇用者所得の伸びが急激に速まる可能性は低いと考えるのが妥当だろう。

しかしながら、雇用者所得以外の所得増加が見込まれる点は消費にとってプラス材料だ。景気回復を背景に企業収益の増益基調が緩やかながらも続くと予想されること、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次第に強めていることなどを踏まえれば、配当所得の増加が期待できる。加えて、今後、日銀が政策金利を徐々に引き上げると予想されることから、家計が受け取る利子所得も増加する可能性が高い。個人消費は緩やかながらも増加基調をたどると予想する。

(2) 年内は住宅投資が景気の下押し要因に

9月の新設住宅着工戸数は前年同月比で44.0%減と、3ヶ月連続の大幅減となった。市場の事前予測である同31.2%減を大きく下回り、遡及可能な1965年以降で最大となる下落幅を記録した。利用関係別にみると、持家が同21.6%減、貸家が同51.3%減、分譲住宅が同55.6%減、給与住宅が同46.0%減と、すべての分類で大きく落ち込んでおり(図表1-5)。季調済年率換算でも72.0万戸と、1965年以降で最低水準まで落ち込んでおり(図



(出所)日銀、総務省資料より当社作成

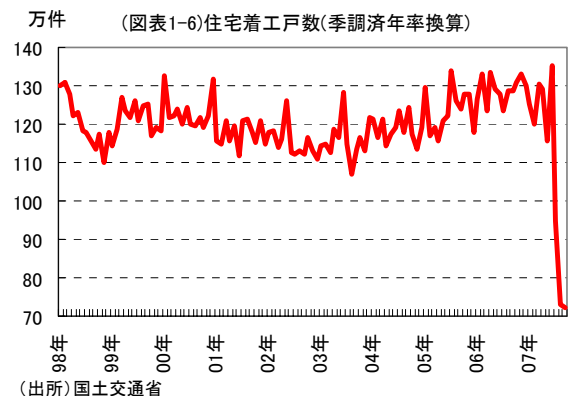
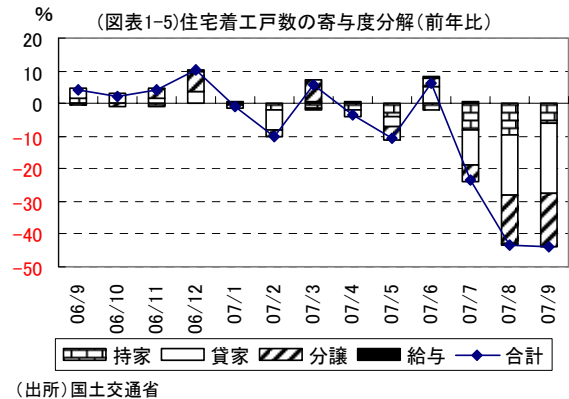
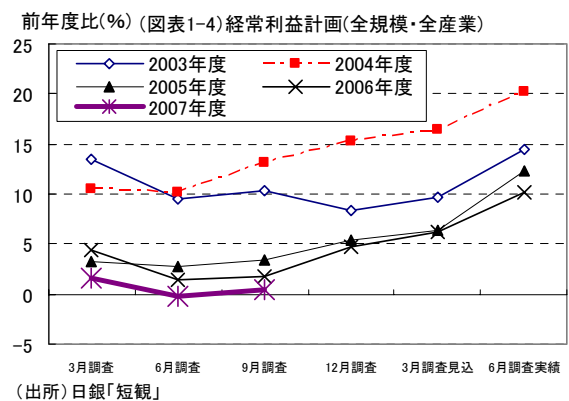


表1-6)、足元の住宅着工の低調ぶりを表している。

こうした背景には、耐震強度偽装問題の再発防止のため、6月20日に改正建築基準法が施行されたことがある(図表1-7)。建築確認審査が厳格化されて審査に時間がかかるようになったことに加え、事前の周知徹底不足がたたり、確認・審査の現場では混乱が発生、着工許可に遅延が生じている。今回の法改正では、一定規模以上の建築案件に関して二重チェックが義務付けられたため、これまで住宅市場を牽引してきた貸家や分譲住宅(マンション)の着工が特に大きな影響を受けている。冬柴国交相は、9月に入って混乱が落ち着いてきたと述べていたが、9月の貸家や分譲住宅は、8月からマイナス幅が一段と拡大しており、いまだ混乱収束の目処は立っていないようだ。

こうした事態を受け、国交省は相談窓口を設置したり、各都道府県レベルで説明会を開催したりするなどして新法の周知徹底に努めている。加えて、10月30日には「改正建築基準法の円滑な施行に向けた取組について」を発表し、審査基準を一部緩和する方針などを示している。

気がかりなのは、今回の法改正によって、どの程度実質GDP成長率が押し下げられるのかという点だ。着工戸数を四半期ベースでみると、7-9月期は前期比36.9%減の大幅マイナスとなったほか、工事費予定額(居住用)も同33.5%減と大幅に減少した。GDPベースの住宅投資は平均工期で進捗換算されることから、今回の大幅減少の影響は少なくとも10-12月期まで続く可能性が高い。

それでは、10-12月期以降についてはどうだろうか。ここでは、工事費予定額(居住専用・居住産業併用)が混乱前の水準に戻る時期を、2008年3月末(シミュレーション①)、2008年6月末(シミュレーション②)、2008年9月末(シミュレーション③)と3通りのパターンに分けて(図表1-8)、住宅投資が実質GDP成長率にどの程度影響を与えるか試算してみた。

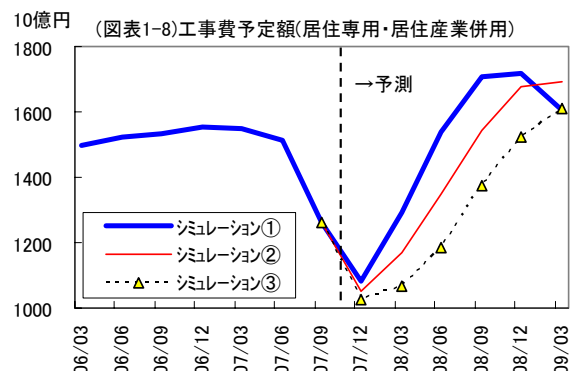
結果は、いずれのシミュレーションでも、年内は住宅投資が実質GDP成長率を下押しするものの、年明け以降は一転して押し上げ要因に変わること示した(図表1-9)。2008年度は、反動増で住宅投資が景気の押し上げ材料として寄与しそうだ。

先述のとおり、国交省は各種の対応措置を実施し事態の収拾に努めており、早晚、着工戸数は底入れに向かうと予想する。しかしながら、こうした措置のうち、例えば説明会の開催については地道な作業になると考えられるほか、審査基準の一部緩和策に関しては、実行に移されるのが早くて11月中旬とのことであり、いずれも即効性に欠ける。加えて、実務段階では、新法に対応した大臣認定プログラムの開発が遅れているほか、確認・

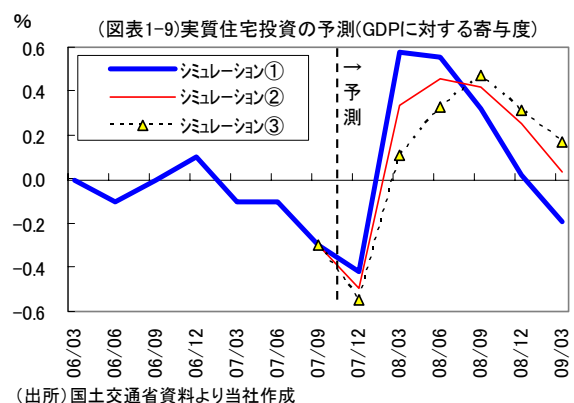
(図表1-7)改正建築基準法の概要について

①構造計算適合性判定制度の導入
高度な構造計算を行う建築物については、第三者機関による構造審査を義務付け
②審査期間の延長
構造計算適合性判定制度の導入等に伴い、建築確認の審査期間を延長(21日間から35日間へ、但し、詳細な構造審査を要する場合は最大70日間)
③指針に基づく厳格な審査の実施
従来、設計者のチェックが不十分な設計図書でも、審査段階での補正が認められてきたが、軽微な不備を除き、設計図書に法令に適合しない箇所や不整合な箇所がある場合は再申請に。また、設計内容の変更を行う場合は、軽微な変更を除き、当該部分の工事前に計画変更の確認を受ける事を徹底

(出所)国土交通省資料より当社作成



(出所)国土交通省資料より当社作成



(出所)国土交通省資料より当社作成

審査の場で人材が不足しているという話もあり、着工戸数が元の水準まで回復するには、思いのほか時間がかかりそうだ。

また、住宅着工が急減したのは法改正に伴う一時的な側面が強いことから、混乱さえ一巡すれば、着工減少分のすべてが反動で増加するとの見方がある。しかし、昨年まで住宅市場の牽引役となってきた分譲住宅（特にマンション）の着工が、在庫増などを背景にもともと増勢が弱まっていたことも事実だ（図表 1-10）。また、地価の上げ止まり

などから貸家の採算性も低下傾向にあった。今後、混乱が収束するにつれて着工戸数は持ち直しへ向かうと予想するが、反動増は小幅にとどまる可能性が高いと考える。

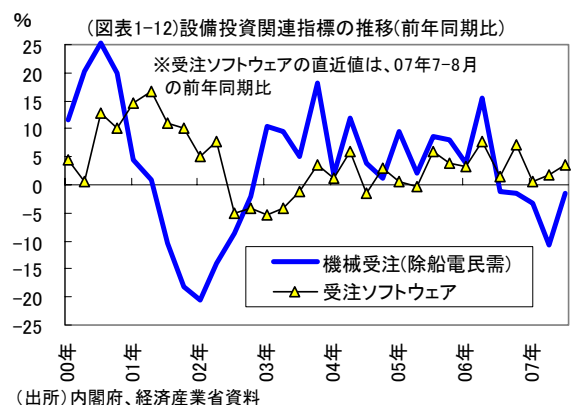
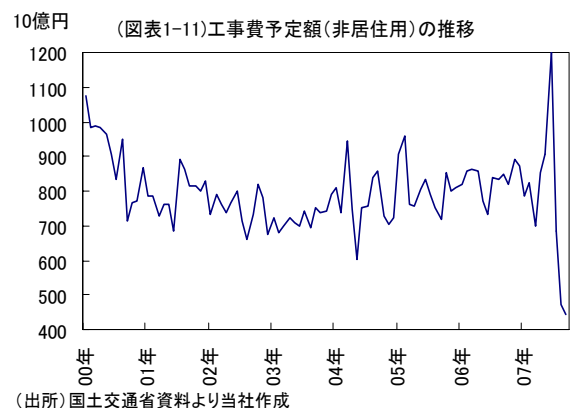
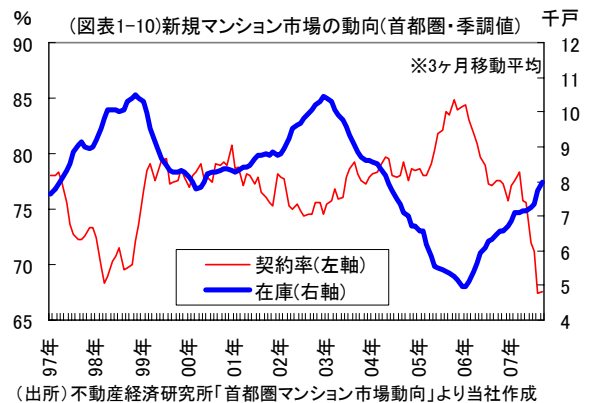
（3）設備投資の増勢は幾分鈍化

先述の改正建築基準法は、設備投資の動向にも影響を与えそうだ。設備投資のうち建設投資の動向を示すと考えられる非居住用の工事費予定額は、居住用同様、足元で乱高下している（図表1-11）。ただ、居住用の動きと異なるのは、改正法施行前に顕著な駆け込み需要が見られた点だ。勿論、住宅着工同様に建設着工の現場でも建設許可に遅延が生じていることから、今後、法改正が行われる前の着工水準まですぐに持ち直すとは考えにくい。しかし、駆け込み需要が見られたこと、住宅投資よりも建設投資の方が平均工期が長いため、着工減の影響が緩やかなペースで顕在化する可能性が高いことなどを踏まえれば、今回の法改正による設備投資の下押し圧力は住宅投資のそれよりも限定的なものになると考えられる。

また、建設投資は設備投資の2～3割を占めるに過ぎず、約6割を占める機械投資や約1割を占めるソフトウェア投資の動向にも左右される。各種関連統計をみると、機械受注（除船電民需）は一時の落ち込みから持ち直しつつあるほか、ソフトウェア投資も緩やかながら増加基調を維持している（図表1-12）。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ものの、緩やかながらも増加基調をたどる可能性が高いと考える。

（4）輸出の伸びの加速は2008年以降に

米国向け輸出の減少が続くなか、EU向けや中国をはじめとしたアジア向け輸出が堅調に推移していることから、足元の輸出数量指数は増勢を強めている。しかし、同指数の動きに先行する傾向の



あるOECD景気先行指数は伸びが鈍化している（図表1-13）。地域別に景気先行指数の推移をみると、アジア向けは上昇傾向が続いているものの、米国向けに加えてこれまで堅調に推移してきたEU向けも低下に転じている。今後、輸出数量指数の増勢は再び鈍化する可能性が高い。

ただ、後述のとおり、米国景気はソフトランディングに成功するとみており、2008年半ばから徐々に持ち直すと予想している。米国景気がリセッションに至らなければ、EUやアジア向け輸出が大きく落ち込む事態は避けられるとみられる。

また、最近存在感を増しているロシアや中東などのその他地域向け輸出も微力ながら下支え要因として寄与しよう（図表1-14）。その他地域向けには、自動車などの消費財や、インフラ整備のためと考えられる資本財輸出が伸びており、ある程度内需の伸びを反映した輸出が増えていると考えられるためだ。目先の輸出は、アジアやその他地域向けが下支えすることによって緩やかな増加が続くものの、2008年半ば以降は米国やEU向けが持ち直すことで増加ペースが速まる展開を予想する。

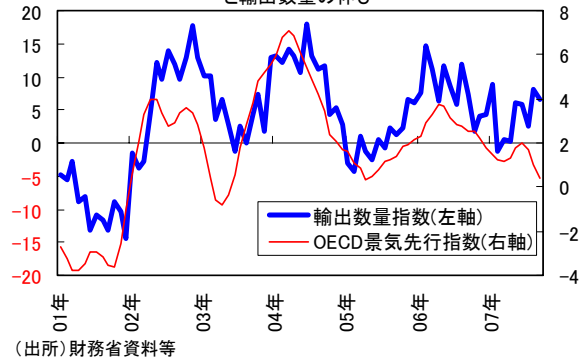
（5）生産の本格回復は2008年以降に

9月の鉱工業生産指数は前月比1.4%減と2ヶ月ぶりのマイナスとなったが、7-9月期の累計では前期比2.2%増と、昨年10-12月期以来の高い伸びとなった。夏場の生産が回復基調にあったことを裏付ける結果といえる。製造工業予測調査を見ると、10月の生産予測も3.8%増と堅調だ。9月に生産増となった業種の中では、電子部品・デバイス工業が前期比2.2%増と、4ヶ月連続のプラスとなったのが目立つ。同業種の出荷・在庫バランスはプラス圏目前まで改善しており、在庫調整の一巡が明確となりつつあるのは心強い材料だ（図表1-15）。今後の懸念材料はやはり米国経済である。日本経済はいまだ外需主導を脱しておらず、生産が明確な上昇基調に戻るには、米国経済の持ち直しが必要と考える。生産の本格回復は年明け以降にずれ込む可能性が高いと考える。

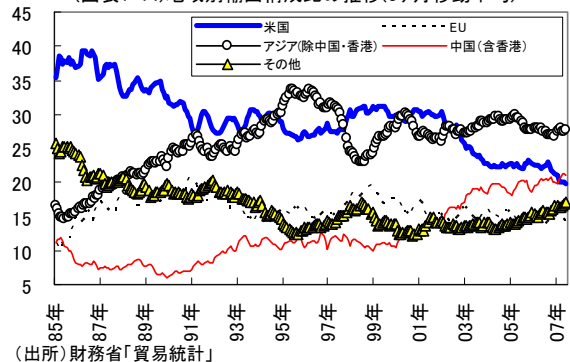
（6）コアCPI上昇率は小幅ながらプラス基調へ

足元で原油価格の高騰が続いていることから、早晚、コアCPI上昇率は前年比でプラスに転じることが予想される。ただ、消費者物価の基調を示す、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」部分の上昇率をしてみると、依然と

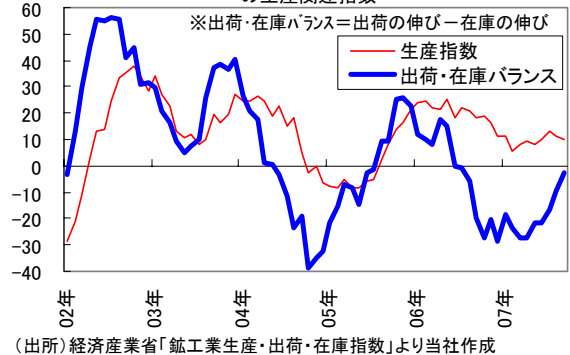
前年同月比(%) (図表1-13)OECD景気先行指数 前年同月比(%) と輸出数量の伸び



(図表1-14)地域別輸出構成比の推移(3ヶ月移動平均)



前年同月比(%) (図表1-15)電子部品・デバイス工業の生産関連指数



してマイナス圏での推移が続いている(図表1-16)。消費者物価の基調は弱いままだ。

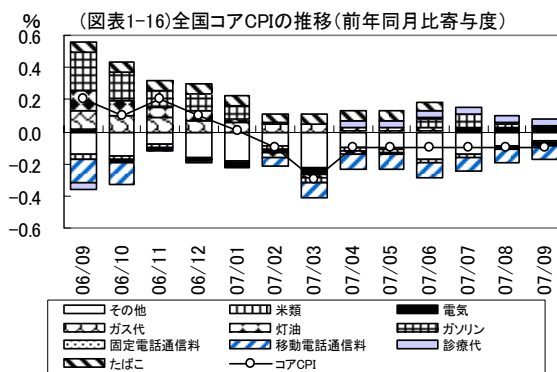
2008年前半にかけての国内景気は緩やかな回復にとどまると予想されるため、GDPギャップがなかなか縮小しない状況が続くと考えられる。このため、「その他」部分の改善度合いは引き続き限られたものにとどまろう。

加えて、2007年後半の原油価格が高値圏で推移したため、2008年後半以降のコアCPI上昇率は抑制される可能性が高い(図表1-17)。コアCPI上昇率はプラス圏での推移が続くと予想するものの、小幅のプラスにとどまる可能性が高いと考える。

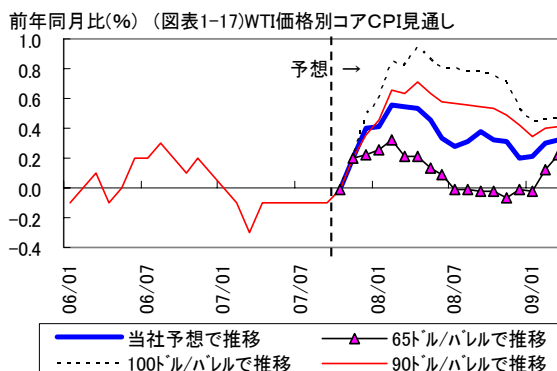
(7) 金融政策見通し

10月の日銀展望レポートでは、前回4月の内容が大枠で踏襲された。シナリオの下方修正はなく、米国の住宅問題や金融市場の混乱に伴う下振れリスクは、メインシナリオへの不確定要因として扱われるにとどまった。先行きの金融政策運営については、「経済・物価情勢の改善の度合いに応じたペースで、徐々に金利水準の調整を行う」と、引き続き利上げを行っていく方針が示されている。政策決定会合後の会見で、福井総裁は、サブプライム問題から来る目先の下振れリスクよりも、「第2の柱」の観点からの上振れリスクをより警戒する趣旨の発言を行っている。次回の利上げは少なくとも来年3月の福井総裁の退任までに行われる可能性が高く、その後も景気・物価の動向に応じて段階的に利上げが実施されると予想する。

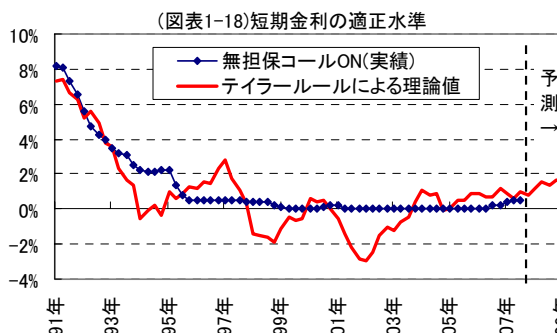
当Gの経済見通しを前提に標準的なテイラールールを用いて、2008年度末の適正短期金利を試算すると、無担保コールレートは1.75%程度まで引き上げられてもおかしくないとの結果が得られた(図表1-18)。ただ、日銀は、短期金利を機械的にこの水準まで動かすことはせず、デフレ脱却の芽を自ら摘んでしまうことのないよう、慎重な舵取りを行ってくるものと考えられる。無担保コールレートは、2007年度末に0.75%、2008年度末に1.25%まで引上げられると予想する。



(出所)総務省「消費者物価指数」



(出所)総務省資料等より当社作成



<テイラールールによる適正金利の試算方法>

$$SR(*) = P + 0.5 \times YGAP + 0.5 \times (P - P(*)) + Y(**)$$

SR(*)：適正金利

YGAP：GDPギャップ(潜在GDPはコブダグラス型生産関数により当G算出)

P：コア消費者物価指数上昇率(消費税の影響を除去)

P(*)：コア消費者物価指数の目標上昇率(前年比2%とした)

Y(**)：長期均衡実質金利(当G試算の潜在GDP成長率とした)

(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、サブプライム問題の深刻化で住宅市場の回復の遅れが見込まれるほか、金融市場混乱の影響で個人や企業のセンチメントが悪化していることから、2008 年前半までは停滞気味に推移しよう。ただ、年半ば以降は成長率が徐々に高まる展開を予想する。

住宅投資は、依然高水準な販売在庫を抱え、当面は減速基調が続くと予想する。人口増加や良好な雇用・所得環境から実需は底堅く、割高感が薄れるとともに在庫削減が進むと考えられるが、回復は 2008 年後半にずれ込もう。

個人消費は、金融市場混乱や住宅市場の低迷によるセンチメントの悪化に加え、原油や食品価格の上昇による実質購買力低下の影響も重なって、目先は伸びが弱まると予想される。ただし、雇用・所得環境が良好なこと、住宅価格下落による逆資産効果は限定的と考えられることから、基本的には堅調に推移しよう。

設備投資は、先行する資本財受注に持ち直しの動きが見られるなど、大きく落ち込む兆しはない。企業は在庫調整一巡後も、先行き不透明感から慎重姿勢を維持しているが、堅調な世界景気に支えられ増益基調が続くと考えられること、設備稼働率は依然高水準で生産能力が不足気味の状態が続いていることから、2008 年にかけても底堅く推移するとみている。

足元の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ていない。予防的利下げは 10 月で終了し、2008 年後半には逆に計 50bp の利上げが行われると予想する。

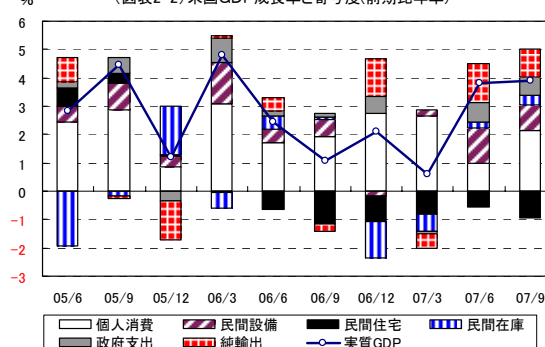
(図表2-1) 米国実質 GDP

《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%	2.2%	2.7%	2.1%	0.6%	3.8%	3.9%	2.1%	2.2%	2.5%	2.9%	3.1%			
個人消費支出	3.1%	2.9%	2.5%	3.9%	3.7%	1.4%	3.0%	2.2%	2.3%	2.5%	2.8%	2.9%			
民間住宅投資	-4.6%	-16.5%	-10.9%	-17.2%	-16.3%	-11.8%	-20.1%	-17.8%	-12.1%	-6.5%	1.5%	3.2%			
民間設備投資	6.6%	4.3%	5.4%	-1.4%	2.1%	11.0%	7.9%	3.1%	4.8%	5.0%	5.4%	5.6%			
民間在庫(寄与度)	0.1%	-0.3%	0.0%	-1.3%	-0.6%	0.2%	0.3%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%			
純輸出(寄与度)	-0.1%	0.5%	0.3%	1.3%	-0.5%	1.3%	1.0%	0.2%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%			
輸出	8.4%	7.7%	7.4%	14.3%	1.1%	7.5%	16.2%	5.6%	6.0%	6.5%	6.6%	6.6%			
輸入	5.9%	2.3%	3.7%	1.6%	3.9%	-2.7%	5.2%	3.1%	3.2%	4.5%	5.2%	5.3%			
政府支出	1.8%	2.0%	1.9%	3.5%	-0.5%	4.1%	3.7%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%			
内需(寄与度)	3.1%	1.8%	2.3%	1.0%	1.4%	2.6%	3.1%	1.3%	2.0%	2.5%	3.0%	3.1%			
最終需要(寄与度)	3.0%	2.1%	2.3%	2.3%	2.0%	2.4%	2.8%	1.5%	2.0%	2.4%	2.9%	3.1%			

(1) 足元の景気は堅調維持

7-9 月期の実質 GDP 成長率(速報値)は前期比年率で 3.9%増と、4-6 月期の同 3.8%増に続き、堅調な伸びとなった(図表 2-2)。住宅投資が同 20.1%減の大幅マイナスとなり、合計の成長率を 1.1%も押し下げたが、力強い海外景気を受けた純輸出が逆に 0.9%押し上げたことでほぼ相殺した形である。個人消費は同 3.0%増と堅調で、住宅市場低迷の影響はまだ現れていないようだ。個人消費とともに内需の両輪である設備投資も

(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

同 7.9%増と堅調な伸びを確保した。サブプライム問題の深刻化で住宅市場の回復の遅れが見込まれるほか、金融市場混乱の影響で個人や企業のセンチメントが悪化していることから、2008 年前半までは景気は停滞気味に推移しよう。ただ、年半ば以降は再び堅調な成長軌道に戻ってくると予想する。

(2) 住宅市場の回復は 2008 年後半にずれ込む

住宅市場は、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。住宅着工件数や新築・中古住宅販売件数の減少ペースは、一時は徐々に緩和してきたように見えたが、サブプライム問題が深刻化した 7 月以降は、再び悪化している（図表 2-3）。住宅関連業者の景況感を示す NAHB 住宅市場指数も、昨年秋から今年初めにかけて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。

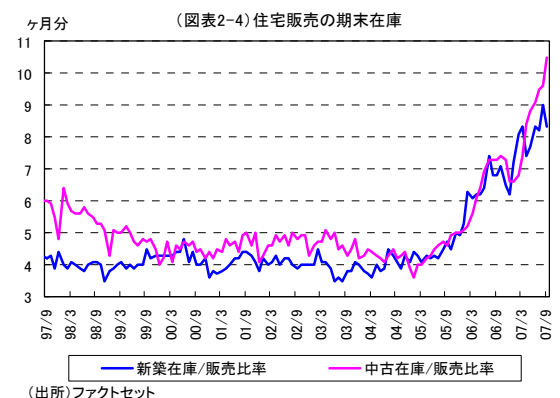
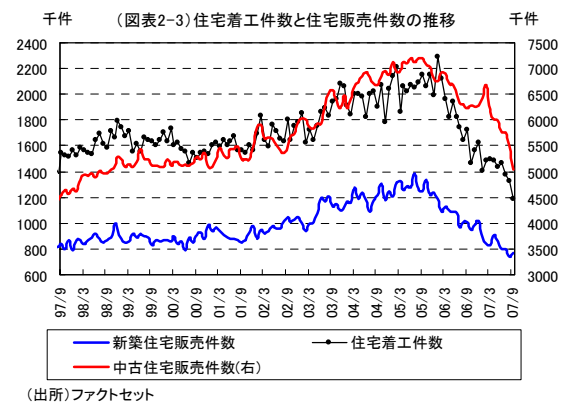
販売件数に対する在庫比率は、直近の 9 月で新築が 8.3 ヶ月分、中古が 10.5 ヶ月分と、いずれも過去平均の 4-5 ヶ月分に比べて高水準である（図表 2-4）。新築住宅着工が抑制されていることで、新築の在庫件数自体は、徐々にではあるが減少傾向にある。一方、中古住宅の在庫が積み上がっているのは、サブプライム層からの差し押え物件が増えているほか、ローン返済に困って自ら物件を売却するケースがあり、それらが中古住宅市場に出回っているためだ。

米国の住宅市場は、人口増加や良好な雇用・所得環境により、基本的に実需は底堅いと考えられる。販売価格が低下してきていることで、今後は所得から見た割高感が薄れるとともに、在庫削減も進むとみている。ただ、依然高水準の販売在庫を抱える中、2008 年半ばまでは多くのサブプライムローンが初期優遇期間の切り替えを迎えるため、回復は来年後半にずれ込みそうだ。

(3) 個人消費への逆資産効果は限定的

7-9 月期の個人消費は、サブプライム問題が深刻化する中でも堅調に推移した。住宅市場の低迷から、家具や建材は不振だが、それ以外の品目は堅調で、特にサービス消費は安定している。ただし、9 月は実質ベースでの消費支出が小幅の伸びにとどまっており、エネルギーや食品価格の上昇が家計支出の抑制要因となっている。金融不安に関する悲観的な報道が消費者マインドを過度に冷やしている可能性はあるが、年末商戦は昨年よりも伸びが鈍化しそうだ。

今後の焦点は、住宅価格下落による逆資産効果の個人消費への影響だ。サブプライム問題が深刻化したのは 7 月以降だが、住宅市場の調整自体は昨年から始まっていた。にもかかわらず、いまだに個人消費に対して大きな影響が現れていない点には注目する必要がある。住宅価格は指標によっては前年比でマイナスとなっているが、全米中の全物件を継続的にフォローしている指標はない。そこで、資金循環統計上の家計の保有不動産の時価総額に目を向けてみると、伸びは鈍化しながら



も増加基調が続いている。住宅価格の低下は、投資物件が多く、価格上昇も著しかったカリフォルニアやネバダ、フロリダといった一部の州で目立つが、内陸部での価格は安定している。住宅価格は過去5年間で1.5倍にまで上昇したため、ここ2-3年で購入した人は価格下落に見舞われているとしても、過去に住宅を取得した多くの人々はいまだに含み益を有している。

1990年以降のデータで回帰分析を試みたところ(図表2-5)、個人消費は、不動産が1%変動すると0.04%変動し、金融資産が1%変動すると0.05%変動するという結果が得られた。このところ不動産からの資産効果が弱まっているのは確かだが、株式・債券・投信などを含む金融資産の増加である程度はカバーされよう。また、実質可処分所得が1%変動すると個人消費は0.94%変動するという試算結果からは、消費動向を左右するのは何よりも可処分所得であることがわかる。2005年から2006年にかけては、明らかに所得の伸びを上回る消費がなされ、貯蓄率がマイナスとなっていた時期があるが(図表2-6)、それ以降はほぼ所得に見合ったペースとなっている。雇用・所得環境は底堅さを維持していることから、今後住宅価格の調整が続いたとしても、個人消費の拡大ペースを若干押し下げる程度だろう。

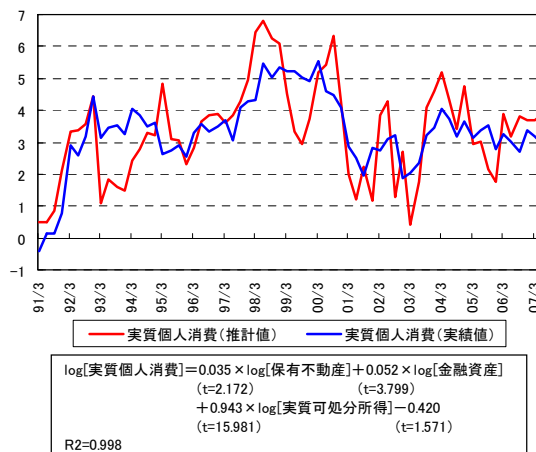
(4) 堅調な世界景気も設備投資を下支え

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製造業景況指数は4ヶ月連続で低下し、10月には50.9ポイントと、景気拡大と縮小の境目とされる50ポイントに近づいた(図表2-7)。懸案だった製造業の在庫調整は自動車業界を中心に急速に進展したが、このところサブプライム問題からの金融市場の混乱などが企業のセンチメントを冷やしており、企業は在庫調整一巡後も、積極的に在庫を積み増すような動きには至っていない。景気の先行き不透明感から企業は慎重姿勢になっており、この先設備投資は7-9月期の堅調な伸びからは鈍化しよう。ただし、ISM非製造業指数が10月に上昇に転じていることからみても、サブプライム問題の企業活動への影響はそれほど大きくないと考えられる。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。堅調な世界景気に支えられ、増益基調も続くと考えられる。2008年にかけても設備投資は底堅く推移しよう。

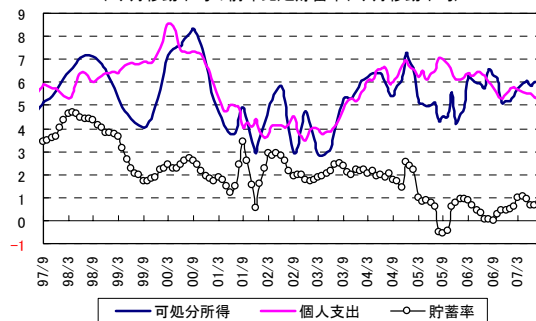
銀行の自己資本は、これまでの好調な収益環境の下でかなり強化されてきた。自己資本毀損からの深刻なクレジット・クランチは発生しにくいと考える。FRBによる四半期毎の銀行融資担当者サ

(図表2-5) 実質個人消費の実績値と推計値の推移(前年比)



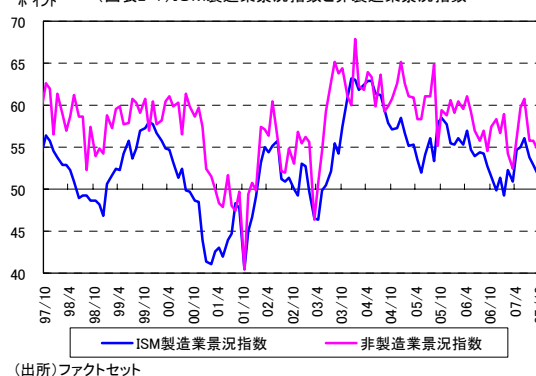
(出所)ファクトセットより明治安田生命作成

(図表2-6) 可処分所得・個人支出の伸び(3ヶ月移動平均の前年比)と貯蓄率(3ヶ月移動平均)



(出所)ファクトセット

(図表2-7) ISM製造業景況指数と非製造業景況指数



(出所)ファクトセット

ーペイの10月調査で、住宅ローンに続き、企業向けの貸出基準もやや引き締められていることが確認されたが、1998年のLTCM危機や2001年のITバブル崩壊の頃と比べれば軽度だ。このサーベイは10月31日のFOMCにも提出されていたが、声明文では「金融市場の緊張は総じていくらか緩和された」と認識されている。FRBにとっても、7月調査時点に比べて信用スプレッドが拡大したという、すでに判明している事実が確認されたに過ぎないのだろう。また、これまでの企業の設備投資はほぼキャッシュフローの範囲内で、銀行借入への依存度は小さい。社債発行や銀行借入による資金調達、主に自社株買いや配当、M&Aに使われることが多かった。したがって、金融市場の混乱が、資金調達の面から設備投資に影響を与える可能性も低いだろう。

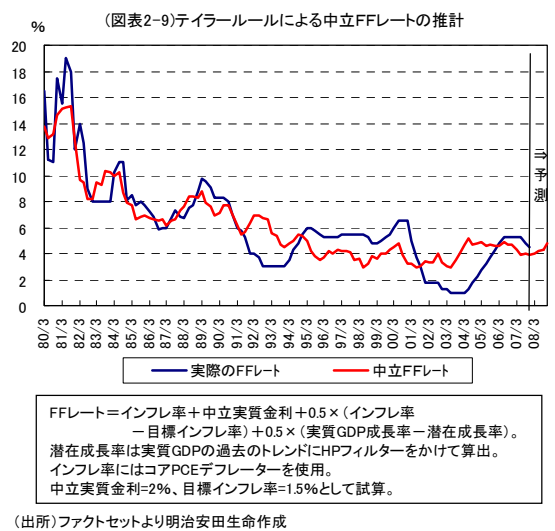
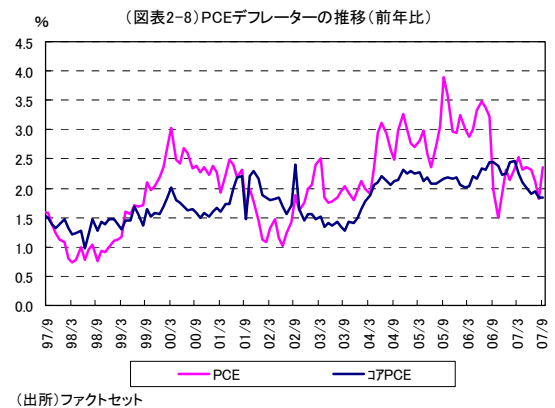
(5) 予防的な利下げは終了、2008年は利上げへ

9月のPCEデフレーターは、エネルギーと食品の価格上昇を反映して、前年比2.4%まで伸びが高まった。FRB（米連邦準備制度理事会）が注視しているコアPCEデフレーター（エネルギーおよび食品を除く）は、前年比1-2%というFRBの想定レンジ内に落ち着いているものの（図表2-8）、総合インフレの上昇が、いずれ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は否定できない。

10月30-31日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、FFレートの誘導目標を25bp引き下げて4.50%とすることが決定され、累計の利下げ幅は9月と合わせて計75bpとなった。会合後の声明文では、金融市場の緊張はいくらか緩和されたものの、今回も「経済全般への悪影響を未然に防ぐ予防的な利下げ」という認識が示された。全体的に市場に過度な追加利下げを織り込ませないよう表現が工夫されている。今回の措置を受け、インフレの上振れリスクと成長の下振れリスクはおおむね均衡するとされ、今後は利上げと利下げのどちらにでも動けるよう、政策スタンスは中立に戻された。目先の成長率は鈍化すると思われるが、FRBはこうした見通しを既に織り込んでいるため、それをもって利下げに踏み切る可能性は低いだろう。

今後の金融政策予想の参考とするため、FFレートの中立水準について、テイラールールを用い試算した。試算の結果、潜在成長率と実際の成長率との差であるGDPギャップは縮小し、直近の7-9月期では小幅のプラスという結果が得られた。当社の見通しに基づけば、目先のGDPギャップは再びマイナスとなる見込みだが、来年後半には再度プラス幅が拡大していくと予想される。こうして得られたGDPギャップをもとに、FFレートの中立水準を試算してみたところ、直近の7-9月期は4.04%だが、2008年10-12月期には4.74%まで高まるという結果が得られた（図表2-9）。

サブプライム問題の実体経済への影響は大きくないと考えられるため、金融不安が落ち着けば、FRBは再びインフレ警戒姿勢を強める可能性が高い。予防的利下げは10月で終了し、2008年後半には逆に計50bpの利上げが行われると予想する。



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、その勢いは足元でやや鈍化しつつある。ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の鈍化、利上げの累積的效果などが重なり、2008年前半にかけてはもたついた推移が予想されるが、金融不安が解消に向かい、米国景気が持ち直すと思われる年後半には堅調な拡大ペースを取り戻そう。

個人消費は、金融不安や原油・食品価格の上昇から、ドイツを中心に盛り上がり欠けた状況が続こう。ただ、好調な企業業績を背景とした雇用環境の改善により、賃上げ要求の動きも高まりつつある。今後は賃金の上昇も期待できることから、2008年には伸びがやや高まるとみている。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。企業マインドが悪化していることから、今後の拡大ペースはやや鈍化するものの、中東欧やロシア、アジア、産油国の需要にも支えられて底堅く推移しよう。

ECBは金融市場の動向を見極めるべく、年内は様子見姿勢を続けるが、年明けにはインフレ警戒からあと1回の利上げを実施するとみる。その後、2008年中は政策金利を据え置こう。

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、07/9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%	2.0%	0.8%	0.8%	0.3%	0.7%	0.4%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%	0.3%	0.5%	0.6%	0.6%
家計消費	1.9%	1.5%	1.6%	0.4%	0.0%	0.5%	0.5%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%	0.2%	0.4%	0.5%	0.5%
政府消費	2.0%	1.8%	1.2%	0.4%	0.8%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
固定投資	5.4%	5.0%	2.7%	1.7%	1.9%	-0.2%	1.3%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
純輸出(寄与度)	0.3%	0.4%	0.2%	0.6%	-0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

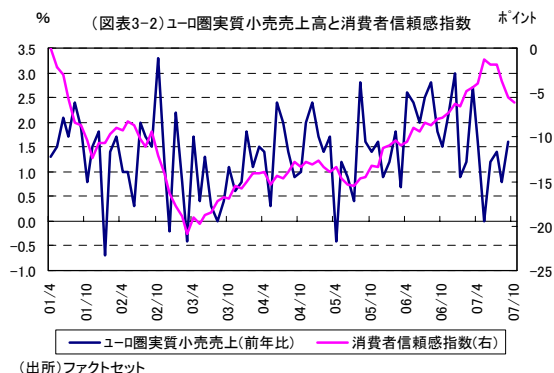
英国実質GDP(前期比)

(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	08/3	08/6	08/9	08/12
英国GDP	2.8%	3.1%	2.2%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%

(1) 好調だったユーロ圏景気は勢いが幾分弱まる

7-9月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.7%と、4-6月期の同0.3%から再び伸びが高まった。需要項目別の内訳は11月30日の発表となるが、設備投資が反発するとともに、個人消費も底堅さを維持したと予想される。ユーロ圏経済は、企業部門を中心に好調に推移してきたが、その勢いは足元でやや鈍化しつつある。今後しばらくはもたついた推移が予想されるが、2008年後半には堅調な拡大ペースを取り戻そう。

個人消費については、ドイツを中心に盛り上がり欠けた状況が続いている。上昇基調が続いていたユーロ圏の消費者信頼感指数は、金融不安や原油・食品価格の上昇により、夏場以降は低下傾向となっている(図表3-2)。個人消費が盛り上がりえない最も大きな要因は、企業部門が好調な割には賃金の伸びが鈍いことだ。これには、ドイツ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。ただ、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 3-3）。好調な企業業績を背景とした雇用環境の改善により、賃上げ要求の動きも高まりつつある。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ことで、今後は賃金の上昇もある程度期待できよう。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。先行指標であるユーロ圏製造業受注も、昨年後半から伸びがやや鈍化したものの、堅調さは維持している。ただ、ユーロ圏製造業 PMI は、昨年半ばをピークにじわじわと低下傾向が続いた後、7 月以降急速に低下している（図表 3-4）。特にこれまで牽引役だったドイツの鈍化が顕著だ。背景としては、ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の鈍化、利上げの累積的効果などが考えられるが、7 月以降の急低下は、米欧金融機関の損失に関する悲観的な報道が相次いだことが、過剰に不安感を煽っている可能性があることも否めない。

実際の生産活動を見ると、7 月以降はむしろ持ち直している。年明けから企業マインドは回復に向かうと予想しているが、足元までの低下の影響で目先の設備投資の拡大ペースはやや鈍化しよう。

ユーロ圏では域内貿易のウェイトが大きいことや、中東欧やロシア、アジア、産油国の経済成長もあって、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。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、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、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、設備が逼迫している状況は簡単には解消されないと考えられることから、設備投資は拡大ペースが鈍化しながらも底堅く推移しよう。

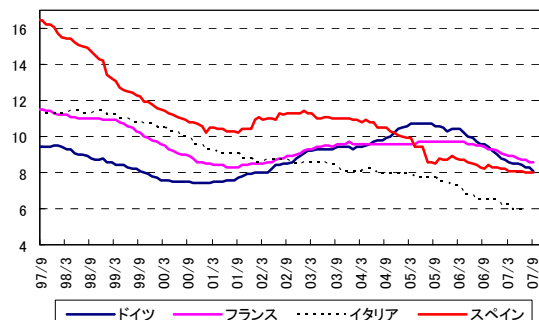
（2）ECB はインフレ警戒から年明けにも利上げへ

ユーロ圏のコア CPI（エネルギーおよび食品を除く）は、10 月の速報値でも ECB（欧州中央銀行）が参照値の上限とする前年比 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）。ただし総合 CPI は、最近のエネルギーや食品価格の上昇を反映して、同 2.6%まで一気に伸びが加速している。エネルギーや食品価格の上昇は、いずれコアに波及する可能性があるほか、消費者が普段の生活の中で感じる物価に与える影響が大きく、インフレ期待の上昇を招きやすい。

ECB 高官たちも、最近は連日のようにインフレ警戒発言を繰り返している。

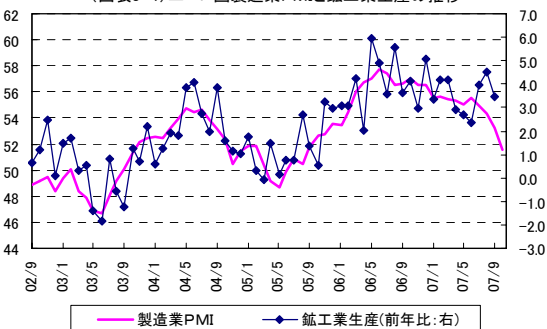
一方、ユーロ圏マネーサプライ（M3）の伸びは、前年比 11%という高水準に達している（図表

（図表 3-3）ユーロ圏主要国失業率の推移(EU統一基準)



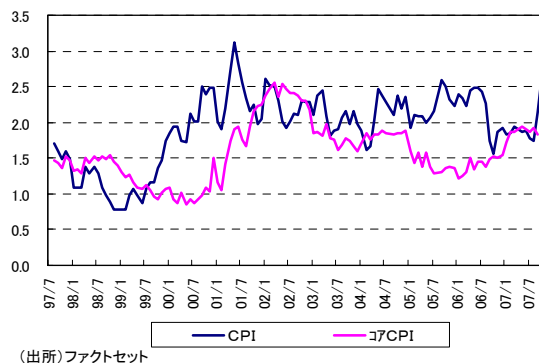
(出所)ファクトセット

（図表 3-4）ユーロ圏製造業 PMI と鉱工業生産の推移



(出所)ファクトセット

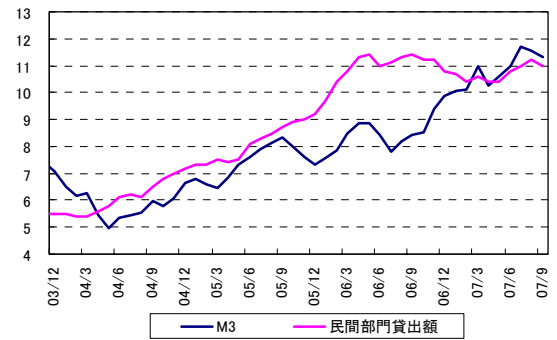
（図表 3-5）ユーロ圏CPIとコアCPI(前年比)の推移



(出所)ファクトセット

3-6)。民間部門向け貸出額も高めの伸びが続いている。内訳として、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も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、インフレには引き続き上振れリスクがあるとしている。ECBは金融市場の動向を見極めるべく、「あらゆる状況を非常に注意深く監視する」とのスタンスで、しばらくは様子見姿勢を続けると考えられるが、金融市場の混乱さえ沈静化に向かえば、年明けにはインフレ警戒からあと1回の利上げを実施しよう。その後、2008年中は政策金利を据え置くことと予想する。

％ (図表3-6) ユーロ圏M3と民間部門貸出額の伸び(前年比)

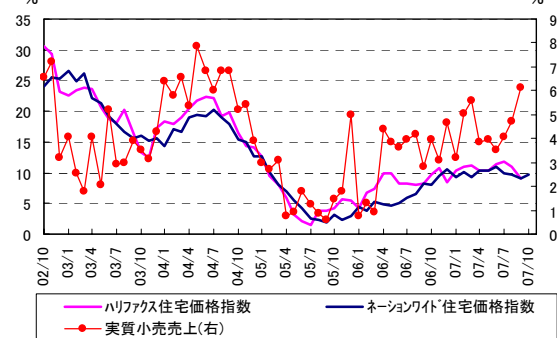


(出所)ファクトセット

(3) 英国景気には引き締め効果が顕在化

英国は依然堅調な景気拡大が続いている。7-9月期実質GDP成長率は前期比0.8%となった。これで7四半期連続で0.8%近辺の成長が続いていることになる。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。ただし、これまで資産効果を通じて消費拡大の一翼を担ってきた住宅価格の上昇率に、ピークアウトの兆しが見え始めている(図表3-7)。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。今後は累積的な引き締め効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。これまで賃貸用住宅への投資が急拡大していたことも、金利上昇が家賃に対する利払い比率を高める結果につながるため、消費の下押し要因となろう。

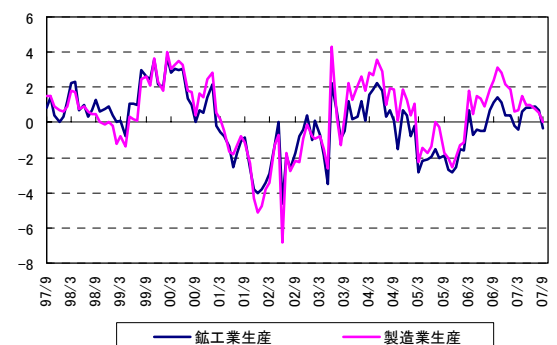
％ (図表3-7) 英住宅価格指数(前年比)と実質小売売上(前年比)



(出所)ファクトセット

製造業の生産活動も伸びが弱まる傾向にある(図表3-8)。引き締め効果に加え、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鈍化しよう。

％ (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

金融・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。ただし、ここ数ヶ月は、一部の銀行で取り付け騒ぎが起きるなど、金融業のウェイトの高さが、かえって家計や企業のセンチメントを低下させている可能性がある。金融不安が落ち着けば、再び金融・サービス業の活動が持ち直すと予想されるほか、良好な雇用・所得環境が個人消費の下支えとなろう。

CPIは春先以降鈍化傾向をたどり、9月は前年比1.7%と、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。BOE(イングランド銀行)は景気と物価の動向を注視しながら、しばらくは様子見姿勢を続けると考えられるが、現在の5.75%という政策金利は既に引き締めのため、2008年には計50bpの利下げを行うと予想する。

4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は引き続き過熱気味の推移が続いている。政府の投資抑制策や金融引締めの一進一退により、固定投資の伸びは一方向的に加速していく状況にはないが、堅調な所得や株高に支えられた個人消費の増勢が強まっており、投資とともに景気を牽引している。堅調な世界景気を背景に外需も好調で、2007年の成長率は11%台半ばに達する見込み。2008年にかけても、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。

(1) 景気は過熱気味の推移が続く

中国の7-9月の実質GDP成長率は前年同期比11.5%増となった(図表4-2)。4-6月期の同11.9%増は下回ったものの、年明け以降、過熱気味の推移が続いている。1-9月の累計でも同11.5%の成長で、2007年は通年でも11%台半ばの成長率を確保することが有力な情勢である。通年の成長率が11%台に乗れば、1994年以来のことになる。

10月15日に開かれた5年に一度の共産党大会では、マクロ経済コントロールを充実させる方針が示された。今後、投資抑制策や金融引き締め政策の一段の強化が見込まれることから、成長率は若干鈍化に向かう可能性が高いが、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軸に高めの成長が続こう。

(2) 固定資産投資は20%台の伸び

1-9月の全社会固定資産投資は、前年同期比で25.7%増と、1-6月期の同25.9%から小幅鈍化した(図表4-3)。都市部の固定資産投資は同26.4%増で、1-6月期の同26.7%増からやはり鈍化している。

ただ、不動産バブルの抑制という面ではまだ不十分だ。1-9月の不動産開発投資額は、前年同期比30.3%増と、1-8月の同29.0%増から加速した。今年に入ってから伸びが持続的に高まっている形である。とりわけ、オリンピックを控えた開発ブームに沸く北京では、9月の新築住宅価格が前年比15.3%も上昇、全国平均の同10.0%を大きく上回り、需要の強さを物語っている。

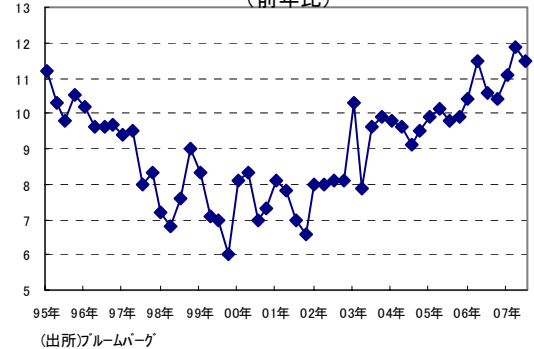
中国当局は、9月27日に新たな不動産投資引き締め策を発表した。2軒目の住宅に係るローン最低頭金比率を従来の30%から40%に引き上げ、最低貸出金利も5年物貸出基準金利の0.85倍から、1.1倍に引き上げるなど、投機的取引の抑制を意識した内容である。

今後は、政府が投資抑制策や金融引き締めの一進一退の強化を打ち出してくる可能性もあり、不動産投資の伸びがさらに加速する可能性は低いと見ているが、2008年にかけての固定資産投資の伸びは、引き続き前年比20%台の高めの伸びを維持しよう。

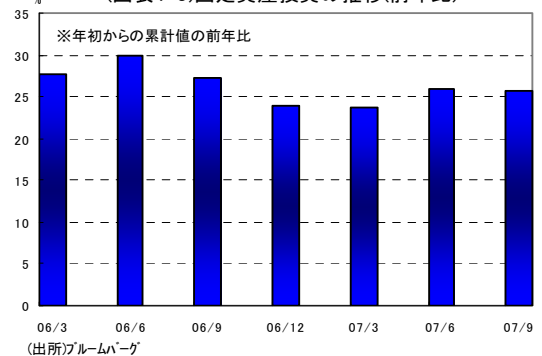
(図表4-1)中国実質GDP予測

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)



(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



(3) 増勢強まる個人消費

10月の社会消費財小売総額は、前年比18.1%増となった。1997年1月以来の高い伸び(図表4-4)。物価上昇による押し上げ部分が多いが、実質ベースでも堅調に伸びており、ある程度所得増に裏付けられている。1-9月の都市部の1人当たり実質可処分所得は、前年比13.2%増となり、伸び幅は前年同期を3.2ポイント上回った。農民の1人当たりの実質現金収入は前年比14.8%増で、伸び幅は前年同期を3.4ポイント上回っている。実額ベースでは両者の間に依然3倍以上の開きがあるが、全体的な底上げは進んでいる。

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いるが、最低賃金の上昇ペースが加速傾向にあることは統計からも確認されており、農村部の所得の増加は、こうした政策効果が現れている可能性もある。

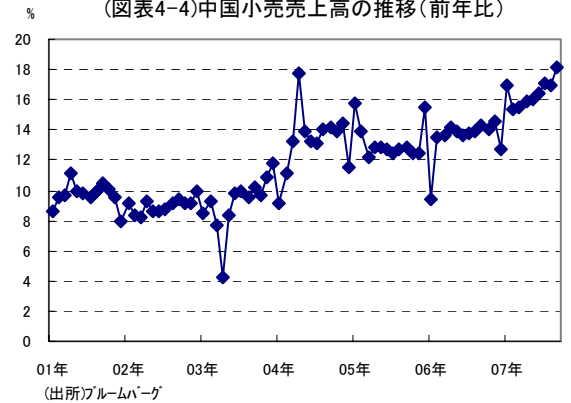
今後も個人消費は堅調に伸び続ける可能性が高いが、足元の好調は株高による資産効果の影響を受けている点には注意する必要がある。したがって、株式相場の急落が目先の個人消費にとって最も大きなリスクとなる。既に、上海株価は9月以降調整色を強めているが、この傾向がしばらく続くようなら、小売上の伸びも鈍化に向かう可能性が高い。9月の消費者信頼感指数は、前月より0.3ポイント低下の97.0ポイントになった。ここ数ヶ月は、一進一退の状況となっている(図表4-5)。株安のほか、物価上昇の影響も受けていると考えられ、消費者マインドが一方向的に盛り上がる状況にはない。

(4) 輸出抑制策の影響は軽微

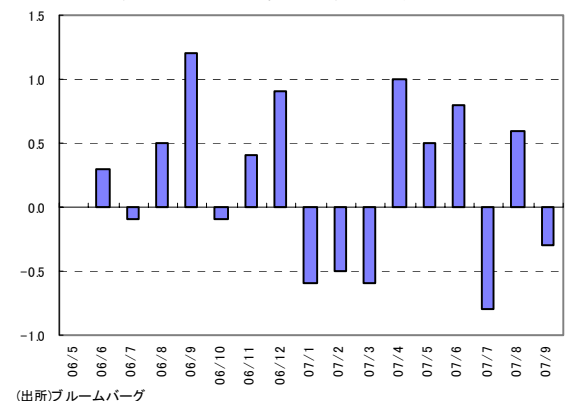
2007年1-10月の中国の貿易黒字額は、2,123億ドルとなり、年間で初めて2,000億ドルを突破した。今のペースで拡大を続ければ、2007年の貿易黒字は、昨年を50%近く上回る計算となる。

月次ベースで見ると、10月の貿易黒字は270億5千万ドルで、今年6月の269億ドルを抜き過去最高となった。足元の輸出は伸びがやや鈍りつつあるものの、前年比で20%を超える伸びは維持している(図表4-6)。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、今のところ大きな影響は見られない。ただ、8月下旬にも輸出抑制策が実施されていること、米国経済の停滞が2008年央までずれ込む可能性が高まっていること、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などから、2008年にかけてはやや伸びが鈍る展開を予想する。

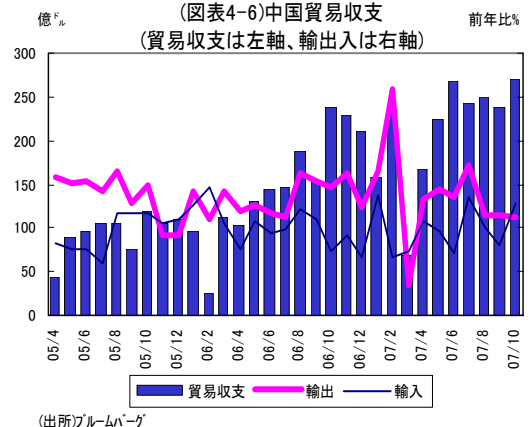
(図表4-4)中国小売売上高の推移(前年比)



(図表4-5)中国の消費者信頼感指数(前月比)



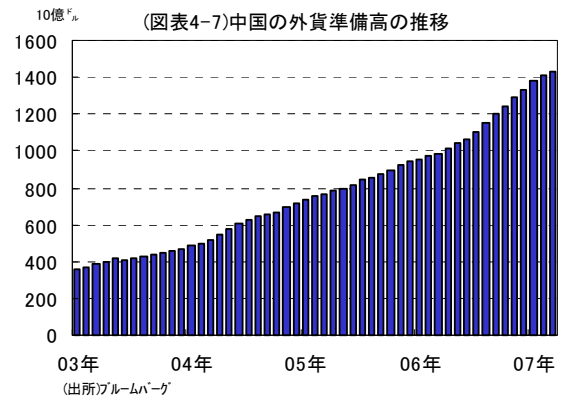
(図表4-6)中国貿易収支 (貿易収支は左軸、輸出は右軸)



もっとも、貿易黒字の大幅な縮小は考えにくい。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ほか、今後政府の景気引き締め政策が浸透すれば、輸入の伸びが鈍化に向かう可能性が高いためだ。純輸出が 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。

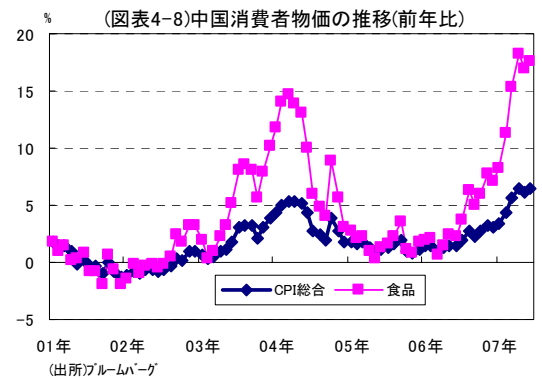
貿易黒字の拡大と、通貨当局の人民元売り介入の影響で、外貨準備高は、9 月末には前年比 45.1%増の 1 兆 4,336 億ドルに達した(図表 4-7)。外貨準備の膨張は、

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。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、9 月 29 日には外貨準備の運用会社(中国投資有限責任公司(CIC))を設立している。今後の運用方針が注目される。また、中国の外貨準備が積み上がってきたのは、民間の外貨保有に制限があり、政府が強制決済により外貨を吸収してきたという要因が大きい。しかし、ここへきて規制緩和が進んでいる。企業の対外進出を奨励する「走出去」政策の推進により、企業ベースでの対外直接投資が増加傾向にあるほか、8 月 20 日には天津市を対象地域として、試験的に個人による対外直接投資、証券投資が解禁されている。今後試験地域が広がることも予想されており、その効果が注目される。



(5) 物価の先高観は根強い

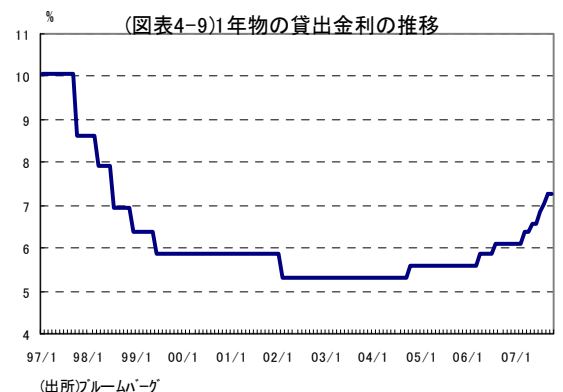
10 月の CPI (消費者物価指数) は前年比 6.5%と、9 月の 6.2%から再び加速した(図表 4-8)。1-10 月では前年比 4.4%の上昇で、2007 年は、政府が目標とする「3%以内」をクリアするのはもはや不可能な状況だ。2006 年以降の急速な伸びの高まりは、食品価格の高騰によるものだ。これは豚肉価格が、伝染病の蔓延や飼料であるトウモロコシの価格上昇の影響で急騰した影響が大きく、10 月の豚肉価格は前年比 54.9%となっている。その他にも、食用油は同 34.0%、生鮮野菜は同 29.9%、卵類は同 14.3%と食品価格は軒並み高い伸びが続いている。



食品価格の伸びが前年比 17.6%なのに対し、非食品価格は同 1.1%と、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ものの、豚肉価格には鈍化の兆しも見えることから、このまま食品価格が落ち着けば、CPI の伸びも徐々に低下に向かう可能性が高いとみている。

(6) 政府は金融引き締め策を強化

金融当局は今年に入って、一段と金融引き締め策を強化している。金利については、直近では9月15日に1年物の貸出基準金利と預金基準金利が引き上げられた。預金基準金利は 3.60%から 3.87%に、貸出基準金利は 7.02%から 7.29%にそれぞれ上昇した(図表 4-9)。今年に入ってか



らは3, 5, 7, 8月に続き5回目、昨年からの通算では7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10月まで、既に8度にわたって0.5%ずつ引き上げられており、11月26日にもさらに0.5%引き上げられることが発表されている。これで、過去最高の13.5%に達することになる(図表4-10)。

10月のマネーサプライ(M2)は前年比18.5%増で、4ヶ月連続の18%台となるなど、過剰流動性がインフレ顕在化に繋がるリスクは払拭されていない(図表4-11)。預金金利からインフレ率を差し引いた実質金利がまだマイナスであること、7-9月期のGDP成長率が引き続き高い伸びとなり、景気過熱感が収まっていないことを考えると、年内に少なくとももう一度利上げが行われる可能性が高い。法定預金準備率も12月にもう一度引き上げられると考えられる。2008年にかけても引き続き引き締め姿勢が続く可能性が高い。

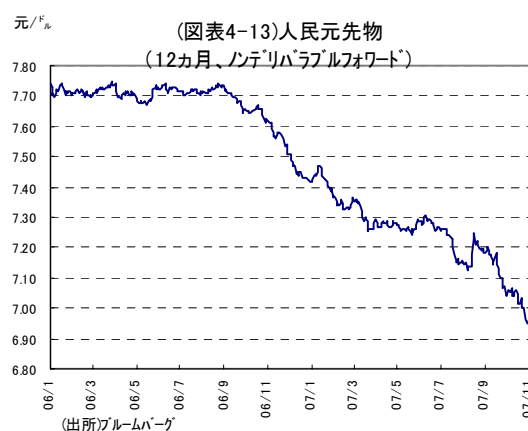
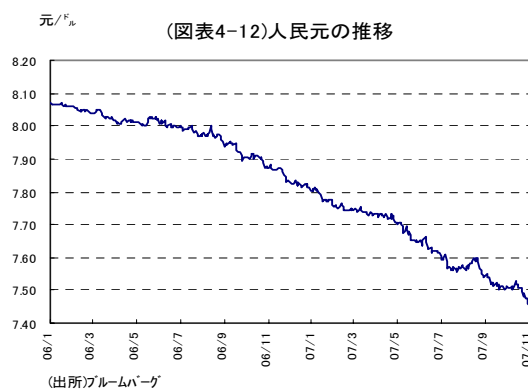
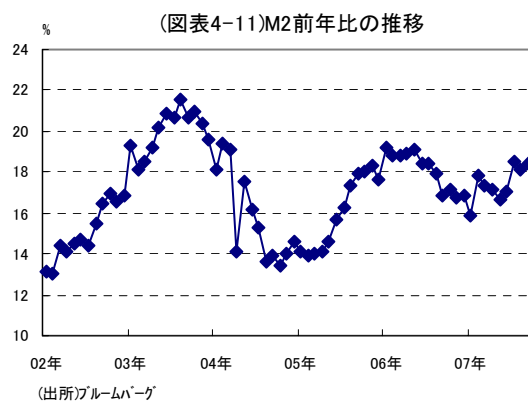
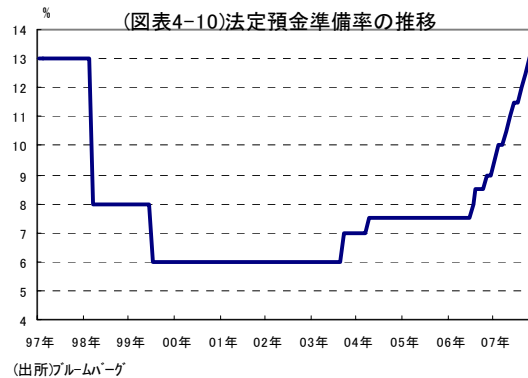
(7) 元高への調整ペースがやや早まる見通し

人民元は、2005年7月の切り上げ後、今年11月までに約8%上昇したが、足元では上昇ペースを速めつつあり(図表4-12)、人民元の先高観も強まっている(図表4-13)。

10月19日に開催されたワシントンG7では、「人民元の実効為替レートにより速いペースでの増価を許容することが必要」と、人民元に対する柔軟化要求が一段と強められた。ただし、ワシントンに招かれていた人民銀行の呉副総裁は、「一部の人が望むような性急な改革はしない」ともコメントしている。

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、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、いずれ為替相場の完全な柔軟化が不可避となることから(いわゆる、マンデルのトリレンマ)、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である。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り、大胆な元高への誘導はなかなかしにくい状況にあるのも確かだ。

人民銀行は7-9月期の金融政策報告で「インフレ期待を安定させるため、金利政策と為替政策を同時に利用することを推進していく」方針を明らかにしているが、元高方向への調整ペースを今より年率1-2%速める程度にとどまるのではないか。これにより、年間の増価ペースは6%台まで速まる展開が予想される。



5. 原油相場見通し

(1) WTI は1年間で倍の水準に

年初に 50 ドル/バレル近辺で推移していた米国産標準油種 WTI (ウェスト・テキサス・インターミディエート) 先物価格は、11 月初めには 90 ドル/バレル台後半まで上昇、およそ 1 年の間に約 2 倍の水準に跳ね上がった (図表 5-1)。

価格上昇の最たる要因は需給逼迫懸念だ。需要面では、成長著しい新興国等での増加が見込まれる一方、供給面では産油国の生産余力が低下しており、今後の需要増を賄えるか、不透明感が増している。

加えて、足元ではトルコ・イラク情勢が悪化していること、核開発疑惑がくすぶるイランに対して米国が経済制裁を決めたことなどから、地政学リスクが高まっており、市場の注目を集めている。

(2) 目先の注目は米国の暖房油在庫

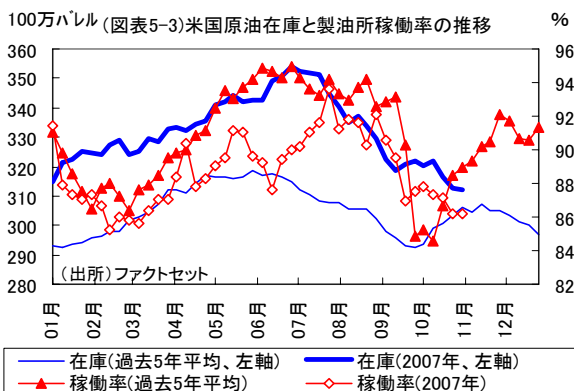
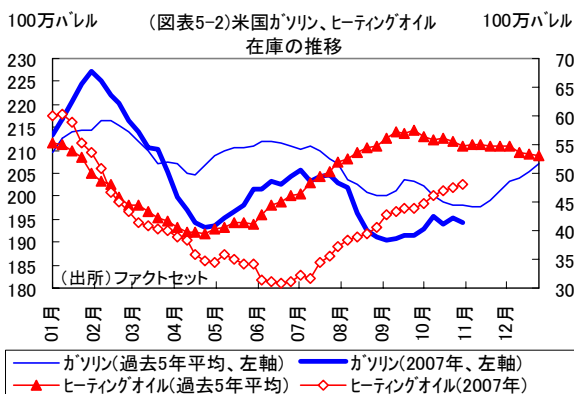
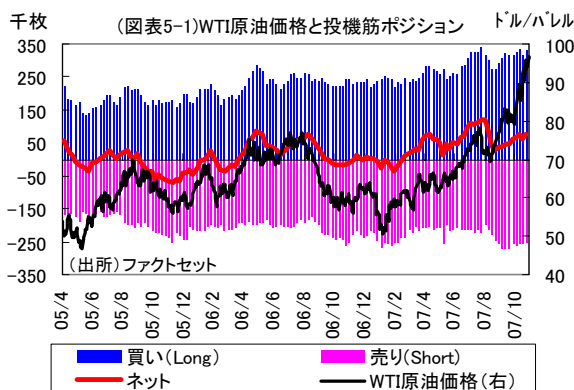
冬場が迫っているにもかかわらず、米国のヒーティングオイル在庫が過去5年平均を下回る水準で推移していることもWTI価格の押し上げ要因となっている (図表5-2)。足元の原油在庫が比較的高めの水準で推移している点は好材料だが、一方で製油所の稼働率が過去5年平均を下回って推移しており、精製能力が低下していることなども需給逼迫懸念を高めている (図表5-3)。

冬場を過ぎればこうした懸念が和らぐのかといえ、問題はそう簡単でない。春先になると、市場の注目がヒーティングオイルからガソリンに代わることが予想されるが、米国のガソリン在庫も足元で低水準となっており、今後の積み増し次第では、需給逼迫懸念が続くこととなる。原油価格は総じて高値圏での推移が続きそうだ。

(3) 今後も WTI は高値圏での推移を予想

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、足元の価格急騰は投機資金の流入によって実勢よりも上振れている可能性がある。米国のサブプライム問題に端を発した金融市場の混乱に伴い、資金が商品市場に流れ込んでいることが価格急騰の一因と考えるが、「米国経済見通し」の項で触れたとおり、当Gでは住宅市場の調整が实体经济に与える影響はさほど大きくないと考えている。今後、こうした見方が市場に広がり、金融市場の混乱が収束に向かうことで、WTI の水準は幾分低下するとみている。

WTI 価格 (年平均) は、2007 年に 1 バレル 72 ドル、2008 年に 80 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。