

明治安田生命
2008－2009年度経済見通しについて
 ～内需が力強さを増してくるのは2009年度以降～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2007年10－12月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2008－2009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：	<u>2008年度</u> 1. 8%	<u>2009年度</u> 2. 0%
名目GDP成長率：	<u>2008年度</u> 1. 6%	<u>2009年度</u> 2. 3%

2. 要 点

- ① 2008年度前半の国内景気は、海外景気の減速により踊り場を脱しきれない状況が続こう。ただ、新興諸国の景気がある程度底堅く推移すると見込まれること、これまでのリストラで国内企業部門の基礎体力が改善していることなどから、景気の腰折れは回避できると予想する。
- ② 年央以降、米国景気が財政・金融政策の効果で徐々に持ち直すと予想されることから、国内景気の回復ペースは次第に速まると予想。また、足元で賃上げ機運が高まってきている点は国内景気にとってプラス材料であり、2009年度以降は内需に力強さが出てこよう。
- ③ 景気の踊り場が続くため、物価上昇圧力は高まりにくい状況が続くとみられ、金融政策はしばらく据え置きが続こう。次の一手は、米国景気が持ち直し、FRBが利上げに動くともみられる年末以降の利上げと予想する。その後は、景気や物価の動向に応じて段階的に利上げが行われ、2009年度末の無担保コールレートは1.25%まで引き上げられると予想する。

〈主要計数表〉

	2007年度		2008年度		2009年度
		2007/11時点		2007/11時点	
実質成長率	1. 7%	1. 6%	1. 8%	2. 1%	2. 0%
成長率寄与度・内需	0. 6%	0. 7%	1. 4%	1. 7%	1. 6%
・外需	1. 1%	0. 9%	0. 4%	0. 4%	0. 4%
名目成長率	0. 7%	1. 3%	1. 6%	2. 4%	2. 3%

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									
	2007年度	2008年度	2009年度	2007年度		2008年度				2009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	1.7%	1.8%	2.0%	0.9%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	1.4%	0.8%	1.8%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%
民間住宅投資	-12.2%	11.6%	-0.2%	-9.1%	9.5%	10.5%	2.0%	0.0%	-0.5%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.4%
民間設備投資	0.8%	0.8%	3.3%	2.9%	-2.0%	0.0%	0.3%	0.5%	0.6%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%
政府最終消費支出	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	-2.4%	-2.1%	-3.0%	-0.7%	2.0%	-1.5%	-1.0%	-0.8%	-0.3%	-0.8%	-0.6%	-1.2%	-1.3%
財貨・サービスの輸出	8.7%	3.7%	5.2%	2.9%	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%	1.0%	1.2%	1.5%	2.0%	2.0%
財貨・サービスの輸入	1.6%	1.8%	4.0%	0.5%	0.5%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.4%	1.6%
名目GDP	0.7%	1.6%	2.3%	0.3%	0.2%	0.8%	0.5%	0.2%	0.4%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%
GDPデフレーター(前年比)	-0.9%	-0.2%	0.3%	-1.3%	-1.1%	-0.7%	-0.4%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2007年度	2008年度	2009年度	2007年度		2008年度				2009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	1.7%	1.8%	2.0%	0.9%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%
民間最終消費支出	0.8%	0.5%	1.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%
民間住宅投資	-0.4%	0.3%	0.0%	-0.3%	0.2%	0.3%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.1%	0.1%	0.5%	0.5%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.0%	0.4%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
純輸出	1.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
財貨・サービスの輸出	1.3%	0.6%	0.8%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
財貨・サービスの輸入	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-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									
	2007年度	2008年度	2009年度	2007年度		2008年度				2009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)	2.7%	1.4%	3.6%	2.8%	2.7%	2.3%	0.6%	0.3%	2.3%	3.3%	3.6%	3.6%	3.9%
消費者物価指数(前年比)	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	1.1%	0.7%	0.6%	0.4%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
除く生鮮食品(前年比)	0.3%	0.5%	0.6%	0.5%	0.9%	0.7%	0.6%	0.4%	0.2%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
国内企業物価指数(前年比)	2.0%	1.0%	1.5%	2.4%	2.5%	1.5%	0.9%	0.7%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.8%
完全失業率(季調済:平均)	3.8%	3.8%	3.6%	3.9%	3.9%	3.9%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.5%	3.4%
無担保コール翌日物(期末値)	0.50%	0.75%	1.25%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%	1.25%
為替レート(円/ドル:平均値)	115円	106円	110円	113円	107円	103円	103円	107円	110円	110円	110円	110円	110円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2008年度前半は、米国景気の減速基調が続くと予想されるほか、EU景気も鈍化が見込まれることから、国内景気にも下押し圧力がかかるとみる。これまで堅調に推移してきた新興諸国にも影響が及ぶことは避けられないが、堅調な内需を背景に新興諸国の景気はある程度底堅い推移が続くとみる。日本国内に目を向けると、長年のリストラを経て企業部門の基礎体力が向上している現状を踏まえれば、国内景気が後退局面に転じる可能性は低い。2008年度後半になると、米国やEU景気が徐々に持ち直しへ向かうとみられ、踊り場状態でなんとか踏み止まっていた国内景気にも次第に明るさが広がる展開を予想する。

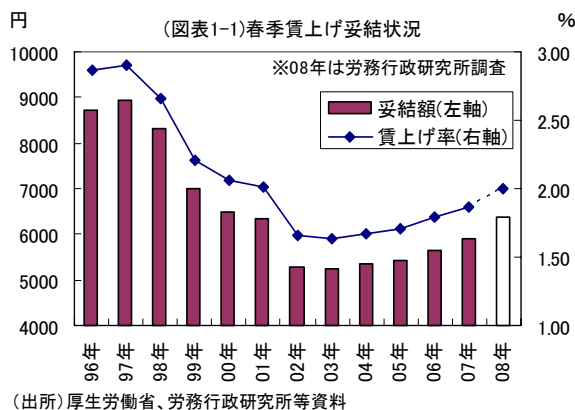
注目すべきは、賃上げ機運が高まる兆しが出てきていることだ。国内景気が持続的かつ力強く拡大していくためには、内需が牽引力を発揮することが不可欠だが、所得の増加に伴って個人消費が力強さを増してくれば、企業収益の増加、設備投資や雇用・所得の拡大、消費の増加といった好循環メカニズムが回り始める。ただ、大企業に比べて中小企業の賃上げ余力が乏しいこと、2008年度前半は海外景気の減速に伴って企業収益の伸びの鈍化が予想されることなどから、そうした明るいシナリオが実現するまでには時間を要しよう。少なくとも、米国景気を中心に海外景気が持ち直し、そうした恩恵が国内景気に広く浸透することが必要になると考えられ、内需に力強さが出てくるのは、2009年度以降となる可能性が高い。

金融政策については、目先の国内景気は踊り場の状況が続くと予想されることから、政策金利は当面据え置かれよう。次の利上げは、米国景気が持ち直し、FRBが再利上げに動くと思われる2008年末頃を見込む。その後は景気回復ペースが次第に速まることが予想されるため、段階的に利上げが実施されよう。2009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伸びにとどまる可能性大

2007年10-12月期の実質個人消費は前期比0.2%増と、小幅ながら5四半期連続で増加した。10-12月期は、国際商品市況高を背景にエネルギー価格や食品価格が上昇し、家計の実質購買力が低下したほか、冬季賞与の伸び悩みや株価の急落もあって消費者マインドが萎縮するなど、個人消費にとって悪材料が散見された時期だった。にもかかわらず、プラス基調を持続したことは、足元の個人消費が底堅く推移している様子を物語っていると言えよう。

ただ、今後、個人消費が力強さを増すためには、所得環境が目に見えて改善していく必要がある。しかし、足元の雇用者所得は、賃金を受け取る雇用者数の増加が押し上げ要因となっているものの、一人当たり賃金の低迷が続いていることで低い伸びにとどまっている状況だ。こうした中、経団連の御手洗会長は「余力ある企業は働く人々への分配を厚くすることを検討してもよい」と、賃上げ容認姿勢を示しており、今後の個人消費にとって明るい材料と言える。実際、労務行政研究所が行った2008年賃上げ調査によれば、賃上げ率は2.00%と前年を上回る見通しとなっている(図表1-1)。



ただ、家計が賃金の上昇を実感できるようになるためには、企業収益のさらなる伸びが不可欠だ。足元の日本経済は、いまだ外需に依存した景気回復が続いているが、後述のとおり、米国をはじめとした海外経済は、2008年前半に減速度合いを強める見通しだ。財政・金融政策の効果で2008年後半には米国景気の持ち直しが予想されること、バブル崩壊以降、過剰な債務、雇用、設備を削減してきたことによって、国内企業は利益を生み出しやすい体質に変わってきていることなどから、企業収益が減益基調に転じる事態は避けられるとみるが、2008年度の増益率は2007年度より鈍化する可能性が高い。

また、日本商工会議所の岡村会頭は、「業況から判断すると中小企業は厳しく、賃上げ余力は乏しい」と述べている。昨今の国際商品市況高は、大企業に比べて価格決定力に劣る中小企業の利益をより圧迫している。実際、足元でも企業規模が小さいほど、賃金の伸びは低調な推移が続いている（図表1-2）。雇用者の約6割が中小企業に勤務している実態を踏まえれば、賃金上昇に大きな期待はしにくい。

一方、雇用者数の増加ペースは今後鈍化することが予想される。日本経団連が実施した「2007年度の新卒者採用に関するアンケート調査」によれば、2008年度の採用活動について、前年度よりも増やすと答えた企業が全体の18.6%と、前年調査の24.5%から低下した（図表1-3）。日銀短観を見る限り、企業の雇用不足感が高まっているため、雇用者数の増加基調自体は今後も続くとするが、前述のとおり、今後企業収益は鈍化する可能性が高いことから、雇用者数の伸びも緩やかなものにとどまると見るのが妥当だろう。

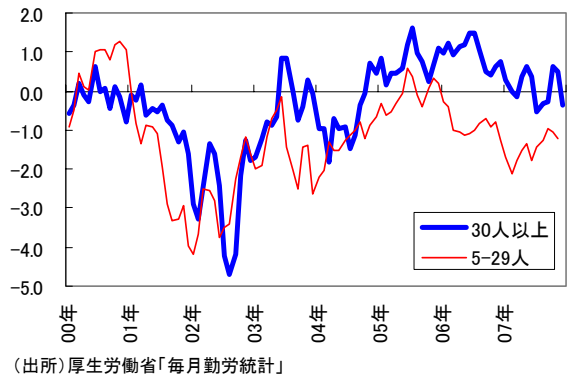
以上から、今後の個人消費は緩やかな伸びにとどまる可能性が高い。ただ、米国景気の持ち直しが見込まれる2008年度後半以降は、企業景況感が次第に改善することが予想され、賃上げ機運もさらに高まっていくことが期待される。2009年度の個人消費は、極めて緩やかなペースではあるものの、徐々に伸び幅が拡大していく展開を予想する。

なお、今国会では、自動車関係諸税に関する暫定税率の動向が焦点となっているが、仮にこれらが廃止となった場合、国と地方で約2兆5,500億円の減収となる計算だ。これは、消費税率1%分の税収に匹敵する規模であり、実質GDP成長率を0.2~0.3%ほど押し上げる効果があると試算される。ただ、これらの暫定税率が期限切れとなった場合、道路特定財源の減少により道路建設が滞る可能性がある。事業維持のためには財源の手当てが必要となるが、それは結局、将来の増税で賄われる可能性が高い。財政の悪化から将来の増税を見越して国民が財布の紐を固く締めれば、暫定税率廃止に伴う景気の押し上げ効果は相殺されることになる。

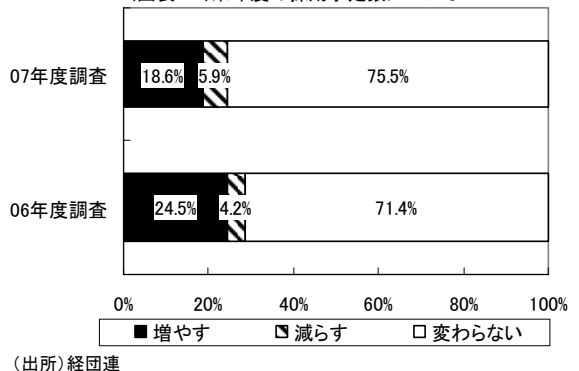
（2）目先は反動増が見込まれる住宅投資

2007年6月に施行された改正建築基準法による住宅投資への下押し圧力は、足元で徐々に緩和しつつある。直近2007年12月の新設住宅着工戸数は3ヶ月連続で増加した。着工戸数は一時、法改

前年同月比(%) (図表1-2)事業所規模別現金給与総額の推移



(図表1-3)来年度の採用予定数について



正前の約 6 割の水準まで落ち込んだが、足元では 8～9 割程度まで回復してきた。このままのペースで回復が続けば、2008 年 3 月までには法改正前の水準に回帰することとなる。

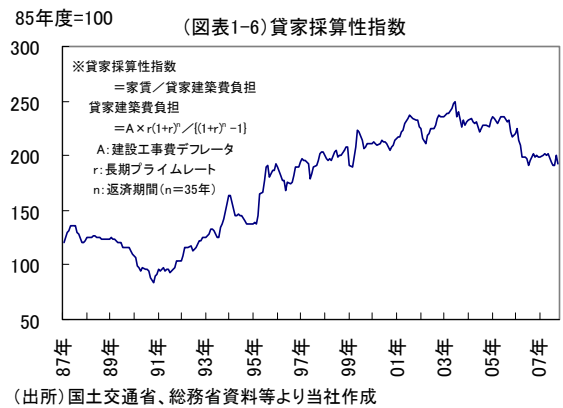
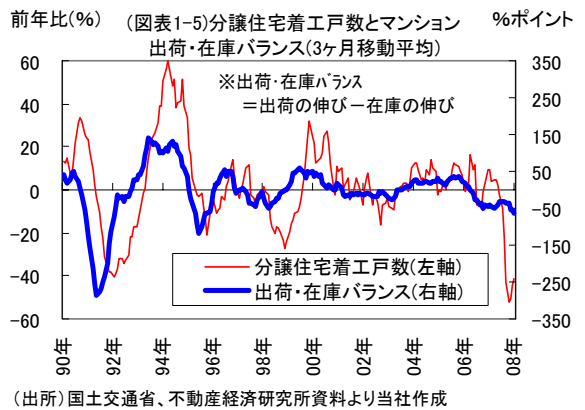
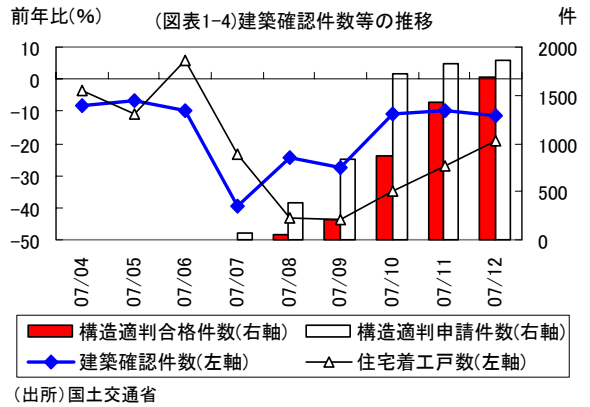
ただ、国土交通省が公表している建築確認件数の推移をみると、12 月は前年同月比で 11.5%減と、前月 11 月からマイナス幅が拡大しており、ここにきて回復ペースが幾分鈍ってきている可能性を示している（図表 1-4）。同図を見ると、一定規模以上の建築案件に課せられる構造計算適合性判定の申請件数は増加ペースが落ちてきており、今後は合格件数の伸びも鈍化する可能性が高い。着工戸数の回復ペースが今以上に速まる状況は期待しにくいと言えよう。

ただ、国土交通省は、建築確認申請支援センターを設置し、中小事業者へ建築確認申請に関する技術的支援を行ったり、全都道府県で改正法の説明会を開催したりするなど、確認・審査を円滑に進めさせるため様々な施策を行っている。加えて、開発が遅れていた大臣認定構造計算プログラムに関しても、1 月 21 日に（株）NTT データの構造計算プログラムに仮認定を与え、速やかに施行利用を開始することを公表しており、今後も緩やかながら混乱は収束へ向かう可能性が高い。当 G では、4-6 月期には着工戸数が法改正前の水準に戻ると予想している。

法改正の影響緩和に伴う住宅投資への影響を考えると、これまで建築確認・審査が遅れていた案件が、合格判定を受けて順次着工に回るため、目先は反動増が見込まれる。2007 年 10-12 月期の住宅投資は 4 四半期連続のマイナスとなったものの、2008 年 1-3 月期以降はプラス転換する可能性が高い。

問題は、法改正の影響を除いた場合の住宅投資の基調だ。ここ数年、住宅投資を牽引してきた分譲住宅・貸家住宅の牽引力は、今後弱まることが予想される。まず、分譲住宅についてだが、首都圏マンション契約率（＝売却戸数／発売戸数）は好不調の境目とされる 70%を大きく下回って推移しており、足元でマンション市場の勢いが落ちてきている様子を示している。首都圏のマンション新規発売戸数の伸びから在庫戸数の伸びを引き、これをマンション市場の出荷・在庫バランスとみなすと、分譲住宅着工戸数の伸びに先行して動く傾向がみられる（図表 1-5）。足元では、法改正の影響を受けて両者の乖離幅は拡大しているが、出荷・在庫バランスの推移をみる限り、分譲住宅着工戸数の伸びは当面停滞が続きそうだ。

次に貸家についてだが、ここ数年、貸家が好調に推移してきたのは、低金利が続く中、資産運用手段として相対的にリターンの高い貸家投資に注目が集まったことが一因とされている。しかし、貸家採算性指数の推移を見ると、都心部で地価が上昇に転じていることなどから徐々にピークアウ



トしつつある（図表 1-6）。団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に入るなど、住宅市場にとってプラス材料は存在するが、法改正の影響が一巡した後も、住宅投資は弱めの推移が続くと予想する。

（3）設備投資の増勢は鈍化

改正建築基準法の影響は住宅投資にとどまらず、設備投資にも影響を与えるが、設備投資への下押し圧力は限られたものにとどまりそうだ。建設投資の動きを示すとされる建築着工床面積（非住宅）の推移をみると、法改正が行われる直前に大幅な駆け込み需要が見られたことに加え、法改正後も急反発して元の水準に戻りつつあるためだ（図表 1-7）。

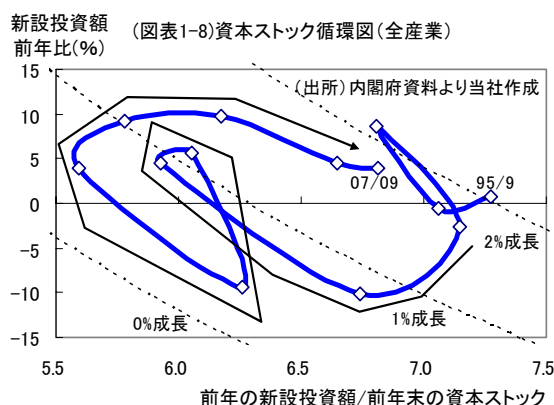
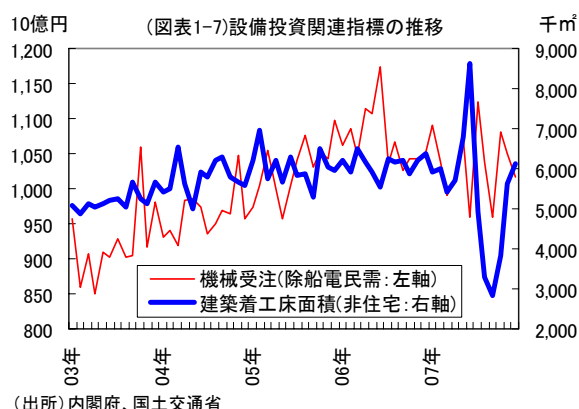
ただ、今後の設備投資の伸びは緩やかなものにとどまる可能性が高い。資本ストック循環図で設備投資と資本ストックの状況を見ると、足元、2%の期待成長率を示すラインに近づいてきている（図表 1-8）。期待成長率の動向は、設備投資の先行きを占う上で重要な要素である。期待成長率が上昇（低下）する場合、企業は売上の増加（減少）を見込んでその成長率に見合うと考える水準まで資本ストックを増加（減少）させようとすることから、設備投資が増加（減少）する傾向があるためだ。およそ1年前に実施された企業行動に関するアンケート調査では、企業の期待成長率は2.1%だった。足元で、米国景気の後退懸念が高まっていることを踏まえれば、同成長率が一段と高まっている可能性は低い。このため、企業が抱えている資本ストックは、現在の期待成長率に見合った水準に近づいている可能性が高く、企業が今以上のペースで資本ストックを積み増そうとするインセンティブにならない状況にあるとみられる。日銀短観の設備投資判断DIも、設備水準が「適正」である状態を示す「ゼロ」となっている。

ただ、デフレからの脱却が視野に入りつつあることも確かだ。このため、米国景気を持ち直しが予想される年度後半以降は、企業の期待成長率も再び上向き可能性が高い。目先の設備投資は勢いが鈍化するものの、2008年度後半以降は増加ペースが再び速まると予想する。

（4）補正予算が08年度前半の景気を小幅押し上げ

少子・高齢化社会の到来で社会保障費の拡大が見込まれる中、財政健全化は喫緊の課題となっている。2008年度予算案でも、公共投資は前年比で3%超の削減となっており、公共投資は減少する見通しだ。

ただ、目先は公共投資が一時的に増加する場面もありそうだ。2月6日、総額8,954億円にのぼる2007年度補正予算が成立したためだ（図表1-9）。今回の補正予算には、国債の償還などで4,143億円、社会保



（図表1-9）2007年度補正予算

項目	補正額
災害対策費	7,308
義務的経費の追加	1,552
その他の経費	8,958
国債整理基金特別会計へ繰入	4,143
地方交付税交付金	0
既定経費の節減等	▲ 13,006
合計	8,954

（出所）財務省資料より明治安田生命作成

（単位：億円）

障関係費の膨張に伴う義務的経費の追加などで1,552億円が盛り込まれたほか、2007年以前に発生した災害復旧や学校等耐震化への緊急対応として災害対策費が7,308億円計上された。

補正予算の項目のうち、実際に公共投資として景気を押し上げる、いわゆる「真水」と言われる部分にあたるのが災害対策費である。また、その他の経費のうち、原油価格高騰対策費や各種施設整備費なども真水に近い性質を持つ項目と考えられ、総額にして1兆円程度が見込まれる。

真水部分による景気浮揚効果を試算すると、2008年度の実質GDPは0.2%ほど押し上げられる見込みだ。浮揚効果自体はさほど大きくないものの、補正予算は即時実行されることから、2008年前半の景気を微力ながら下支えすると考える。

(5) 輸出は2008年度後半以降以降持ち直し

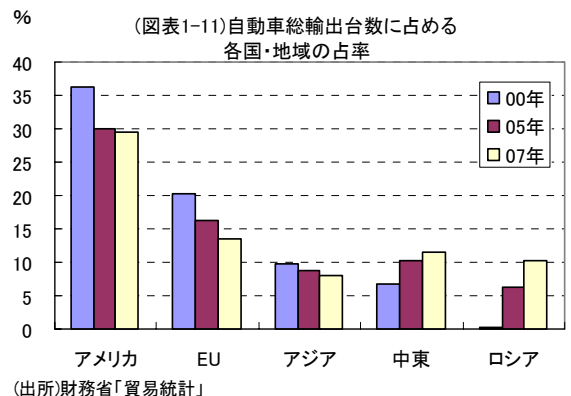
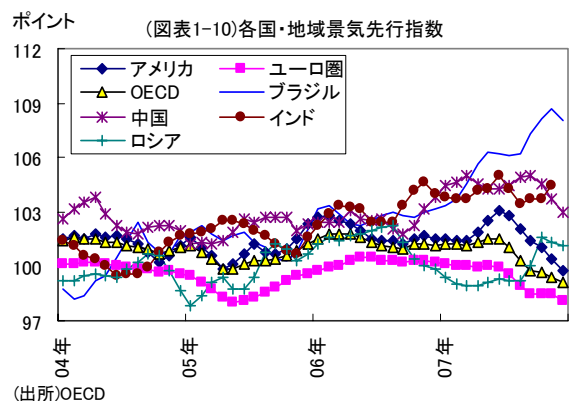
米国景気の減速に伴って同国向け輸出が落ち込んでいるものの、その他地域への輸出が堅調に推移している結果、輸出全体で見れば増加基調が続いている。しかしながら、ここに来てEU景気に息切れ感が出てきており、今後はEU向け輸出も鈍化が予想される状況だ。問題は、こうした主要地域向け輸出が鈍化する中で、その他地域向けの輸出がそれらの落ち込み分をカバーできるかということだ。

結論から先に述べると、完全なカバーは難しいだろうが、輸出の腰折れを回避できる程度の下支え効果は期待可能とみる。米国やEU景気が減速すれば、その他地域の景気もまったくの無傷ではいられず、ある程度の影響は避けられないだろう(図表1-10)。ただ、当Gの見通しどおり、米国景気が2008年後半以降以降に持ち直せば、その他地域向け輸出が大きく落ち込む前に米国やEU向け輸出が再度持ち直すとみている。

実際、アジアや中東、ロシアをはじめとした新興諸国への足元の輸出は好調だ。例えば、日本の主力輸出品である自動車の輸出台数の推移を見てみると、中東やロシア向けの輸出は増加傾向にあり、こうした地域の内需が伸びている現状を表している。輸出台数の水準を見ても、中東向けはEU向けに、ロシア向けはアジア向けに匹敵するレベルまで上昇してきており、アジア以外の地域向け輸出も侮れない状況となってきている(図表1-11)。米国景気がリセッションに突入し、景気後退期が深く、長いものになれば話は変わってくるが、後述のとおり、財政・金融政策による下支え効果で、米国景気は2008年後半以降以降に持ち直すとみている。目先の輸出は一時的に増勢が鈍化すると予想するものの、2008年後半以降以降は再び勢いが増す可能性が高いと考える。

(6) コアCPI上昇率は春先以降以降、伸び鈍化

12月の全国消費者物価指数(除く生鮮食品、以下コアCPI)は前年同月比0.8%上昇と3ヶ月連続でプラスとなった。0.8%の上昇率は、2007年4月の消費税率引き上げによる影響を除けば、実に1994年6月以来の高い伸びだ。



足元でコアCPI上昇率の押し上げに寄与しているのは、ガソリン、灯油、ガスなどのエネルギー価格に加え、パンや肉類、調味料といった生鮮食品を除く食料品であり、昨今の国際商品相場高騰の影響がうかがえる。コアCPIから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」部分も、生鮮食品を除く食料品の値上がりなどによって、3ヶ月連続でプラスとなっている（図表1-12）。

消費者物価の基調をあらわす「その他」部分が上昇したのは、デフレ脱却へむけた動きと捉えることもできる。しかし、現在の上昇は国際商品市況高を背景としたコスト上昇がその他の商品・サービス価格に波及した面が強く、需要増加を反映して押し上げられた結果ではないと判断される。需要の増加が伴わない状況下での値上げは持続性に乏しく、先行き物価上昇圧力は次第に和らいでくると予想する。

2007年度末にかけては、商品市況の高騰を背景にコアCPI上昇率のプラス幅は一段と拡大することが予想されるが、2008年度以降はそうした押し上げ効果が徐々に剥落すると見込まれ、同上昇率は再び鈍化していくと予想する（図表1-13）。

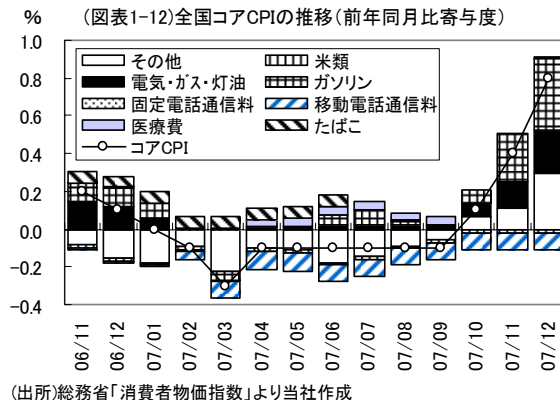
（7）金融政策は2008年末まで様子見

金融政策決定会合後に行われる福井総裁の定例記者会見での最近のコメントをみる限り、日銀は足元の景気判断を徐々に後退させつつあるようだ。福井総裁の発言から下振れリスクに関するコメントを抜き出してみると、11月の記者会見では、「短期的にはダウンサイドリスクの方が強いと言えなくもない」と述べる程度にとどまっていたが、12月は、「ダウンサイドリスクが高まっているということは率直に申し上げます」と述べ、1月は「（先行きのリスクに）一層注意していく必要があると考えています」と、徐々にトーンダウンしてきている。

ただ、次の一手はやはり利上げの可能性が高いとみている。市場では利下げの可能性が織り込まれているが、日銀にとっては、自らの政策の誤りを事実上認めることになる利下げは是が非でも避けたいシナリオだろう。国内景気が後退局面に突入すれば話は別だが、最大の懸案事項である米国景気が各種政策効果によって2008年後半には持ち直すことが予想されるため、その可能性は低いだろう。そもそも、たった0.5%しかない短期金利を0.25%引き下げたところで、政策的手詰まり感を際立たせるだけの結果になる可能性もある。

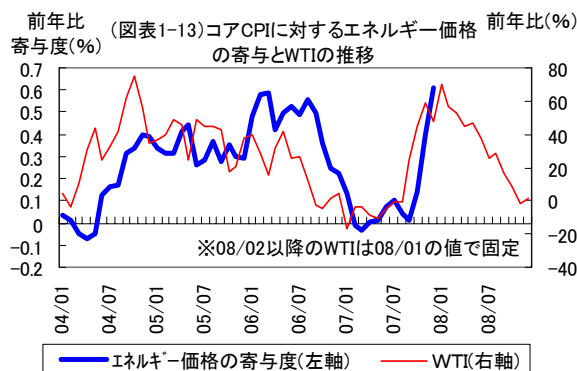
後任の執行部の顔ぶれにも左右されるが、日銀の金利正常化路線への意欲を軽視することはできない。日銀は、金融市場が完全に正常化し、景気が誰の目にもはっきりと回復してからの行動では手遅れと考えている可能性が高い。市場の先行き悲観論が完全に払拭されなくても、ある程度和らいだ時点で利上げ時期を模索する可能性が高く、早ければ2008年末にも追加利上げに踏み切る可能性があると考えられる。無担保コールレート（翌日物）は、2008年度末に0.75%、2009年度末に1.25%まで引き上げられると予想する。

（図表1-12）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

（図表1-13）コアCPIに対するエネルギー価格の寄与とWTIの推移



（出所）総務省「消費者物価指数」等より当社作成

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

年前半の米国経済は、サブプライム問題の深刻化で住宅市場回復の遅れが見込まれるほか、金融市場の混乱などから個人や企業のセンチメントが悪化しているため、低成長を余儀なくされよう。ただし、財政・金融両面での政策効果によって景気後退は回避され、年後半からは持ち直しに向かうと予想する。2009年は、金融緩和の効果が残ることや、住宅市場が回復に転じると見込まれることから、堅調な景気拡大ペースを取り戻すとみている。

住宅市場では、貸出基準厳格化や物件差し押えなどが回復の遅れに繋がっている。人口増加が続く中で実需は底堅く、住宅価格の割高感が薄れるとともに販売や着工は上向くと考えられるが、底打ちに向かうのは年終盤以降となりそうだ。

個人消費は、金融市場混乱や住宅市場低迷によるマインドの悪化に加え、原油や食品価格の上昇による実質購買力低下、雇用環境の軟化も重なって、目先は伸びが弱まると予想される。ただ、住宅価格下落による逆資産効果は限定的と考えられ、年半ばには政府からの戻し減税による押し上げ効果も期待できることから、2009年にかけて堅調な拡大ペースを取り戻そう。

設備投資は、企業が先行き不透明感から慎重姿勢を強めているため、伸びが鈍化しよう。ただし、堅調な世界需要に支えられ、除く金融業ベースでは増益基調が続くと考えられること、設備稼働率は高水準で生産能力が不足気味であることから、勢いが弱まりながらも底堅く推移しよう。

足元ではインフレ率に上昇の兆しが見られるものの、FRBのインフレ警戒姿勢は和らいでいる。FRBは景気後退を未然に防ぐため、6月までに2.0%まで利下げを行うが、これまでの利下げ効果がラグをおいて現れることも考慮すると、年終盤には利上げに転じる可能性があるかとみている。

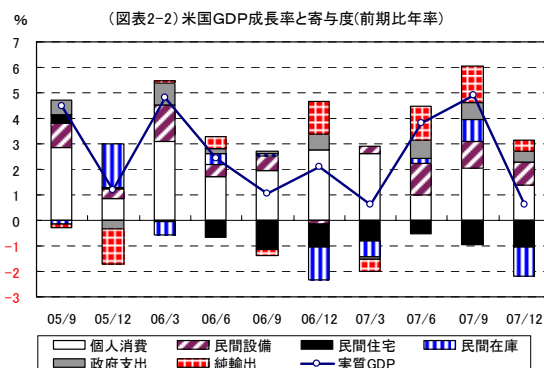
(図表2-1) 米国実質GDP

《前期比年率》	暦年ベース			2007年 07/12	2008年				2009年			
	2007年	2008年	2009年		08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12
実質GDP	2.2%	1.9%	2.7%	0.6%	0.9%	1.4%	2.4%	2.7%	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%
個人消費支出	2.9%	1.8%	2.5%	2.0%	0.4%	2.2%	2.8%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%	2.9%
民間住宅投資	-16.9%	-19.5%	-1.6%	-23.9%	-27.6%	-17.6%	-8.3%	0.0%	0.6%	1.1%	1.8%	2.5%
民間設備投資	4.8%	5.3%	5.0%	7.5%	2.2%	3.8%	4.5%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%
民間在庫(寄与度)	-0.3%	-0.1%	0.1%	-1.2%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.6%	0.3%	0.0%	0.4%	0.1%	-0.2%	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
輸出	7.9%	6.6%	5.5%	3.9%	4.8%	5.0%	5.2%	5.4%	5.5%	5.6%	5.6%	5.6%
輸入	2.0%	3.0%	4.3%	0.3%	3.2%	4.8%	5.0%	3.6%	4.0%	4.5%	4.5%	4.6%
政府支出	2.1%	2.1%	1.5%	2.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
内需(寄与度)	1.8%	1.4%	2.7%	0.5%	-0.2%	1.6%	2.6%	2.7%	2.7%	2.8%	3.0%	3.1%
最終需要(寄与度)	2.1%	1.5%	2.6%	1.7%	-0.3%	1.6%	2.5%	2.5%	2.6%	2.7%	2.9%	3.1%

(1) 年前半低成長も後半からは持ち直し

昨年10-12月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率0.6%にとどまり、過去2四半期の好調な伸びから転じて大幅減速となった(図表2-2)。個人消費は同2.0%増、設備投資も同7.5%増と底堅さは維持したものの、方向性としては伸びが鈍化しつつある。住宅投資は同23.9%の大幅減となり、成長率全体を1.2%分押し下げたほか、在庫投資も同1.3%分押し下げた。輸出・輸入はともに伸びが鈍化、純輸出の成長率全体

(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

への寄与度は0.4%の小幅プラスにとどまった。

米国経済は年明け以降も減速基調を強めている。サブプライム問題の深刻化により、住宅市場回復の遅れが見込まれるほか、金融市場の混乱などから個人や企業のセンチメントが悪化していることから、今年前半は低成長を余儀なくされよう。ただし年半ばには、政府による減税を柱とした名目GDPの約1%に相当する約1,500億ドルの景気刺激策や、FRBによる大幅な金融緩和といった、財政・金融両面での政策効果が期待できる。景気後退はぎりぎり回避され、年後半からは持ち直しに向かうと予想する。2009年は、金融緩和の効果がしばらく続くことや、住宅市場も回復に転じると見込まれることから、堅調な景気拡大ペースを取り戻すとみている。

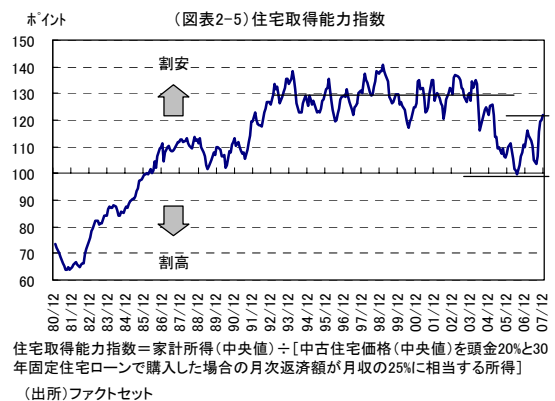
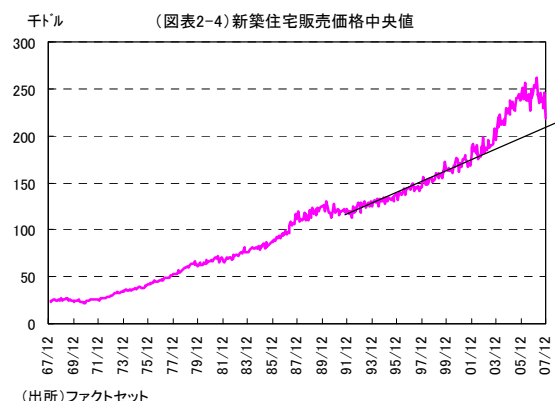
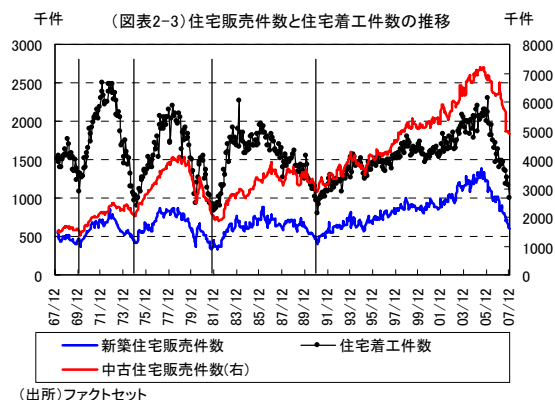
(2) 住宅市場の底打ちは2008年終盤に

住宅市場では、サブプライム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・中古住宅販売件数は、サブプライム問題が深刻化した昨年7月以降、減少ペースを速めている。新築・中古の販売価格も低下が続いており、購入予定者は一段の価格低下を待っている状態といえる。在庫件数は新築・中古とも減少傾向にあるが、販売に対する在庫比率は、いずれも9-10ヶ月分と依然高水準である。

では、住宅市場の底打ちはいつ頃なのか。過去40年のパターンと比較すると、新築販売件数と住宅着工件数は、40年間で4回見られた大底の水準に既に近づきつつある(図表2-3)。この先も、サブプライム問題が深刻化した昨年7月以降の減少ペースが続いた場合、新築販売は今年の10-12月期、着工は今年の6月頃に、過去の底打ち水準にほぼ到達する計算になる。

もっとも、販売が上向ききっかけとしては、住宅販売価格の割高感が薄れることが必要だ。住宅価格の低下は目先の買い控えを誘発するが、同時に価格の割高感を低下させ、底打ちの時期を早めるという側面もある。前回の底打ち時期から今回の住宅ブームが起こる前までの、1991年1月-2003年9月の新築販売価格の推移をトレンドとして延長してみると、現在の新築販売価格はトレンド線に接近しつつある(図表2-4)。この先も昨年7月からの価格低下ペースが続いた場合、新築販売価格がそのトレンド線のレベルに戻る時期は、今年の6月頃という計算になる。

また、価格だけでなく、金利水準と所得を加味して割安度合いを測る指標として、住宅取得能力指数がある。これは、中間的な所得層が中古住宅を頭金20%と30年固定住宅ローンで購入した場合の指数で、数値が大きい方が割安を意味する。これまでの金利低下と住宅販売価格の低下、および所得の



増加によって割高感は薄れつつあり、1993-2003年の平均と2006年半ばの最割高水準との差の76%の位置まで戻ってきている(図表2-5)。

新築販売に対する在庫比率は高水準であり、この比率が大幅に低下しなければ、着工件数は上向かないという意見もあるが、過去の底打ちタイミングはいずれも在庫比率がピークの時で、その時点での比率は概ね10ヶ月分前後となっている(図表2-6)。またそれは、在庫件数が減少に転じてから1年半-2年経過した時点であった。現在の新築在庫比率は9ヶ月分前後で一進一退となっているほか、新築の在庫件数は2006年の7月をピークに、減少傾向が1年半続いている。この点からは、現在は過去の底打ちの時期に近い形と言えなくもない。

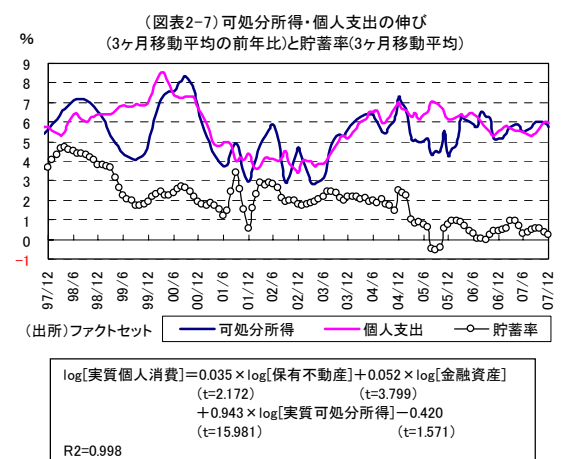
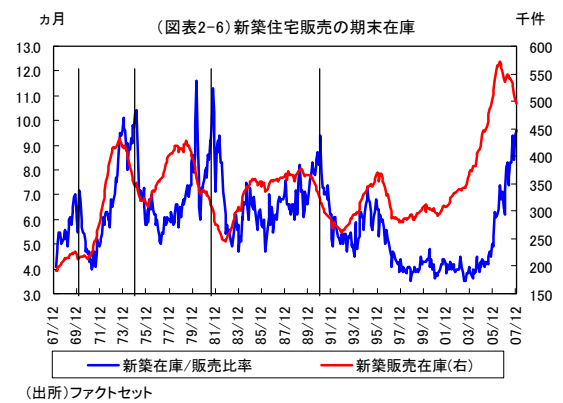
2008年半ばまでは多くのサブプライムローンが初期優遇期間の切り替えを迎えるが、一部では金利リセットの凍結による債務者支援も始まっている。また、政府による景気刺激策には、ファニーメイやフレディーマックによる買取額の上限引き上げも含まれており、ある程度の下支え要因にはなる。米国の住宅市場は、人口増加が続く中で、基本的に実需は底堅いと考えられる。割高感が薄れて購入予定者のマインドが好転すれば、明確な回復に転じるところまでは行かないとしても、減少傾向に歯止めがかかる可能性は十分にある。販売や着工の底打ちは2008年終盤となりそうだ。

(3) 個人消費は弱含みも減税効果が押し上げ

足元では、住宅市場の低迷と金融市場の混乱が消費者マインドを冷やしているのに加え、原油や食品価格の上昇による実質購買力の低下が個人消費の下押し要因となっている。年末商戦は、11月の出だしは好調だったものの、12月は不振。年明けの消費動向も冴えない状況が続いている。これまでは、良好な雇用環境が消費を下支えすると期待されていた部分があったが、ここに来て、その雇用環境も軟化している。企業は景気の先行きに対して不透明感を強める中、雇用に関しても慎重姿勢を強めており、目先の個人消費は弱含みで推移しよう。

一方、住宅価格下落で消費への資産効果が弱まっているのは確かだが、逆資産効果はそれほど大きくはないと考える。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。回帰分析の結果によれば、個人消費が保有不動産や金融資産の変動に左右される度合は非常に小さく、消費動向を左右するのは9割以上可処分所得である(図表2-7)。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、それ以降はほぼ所得に見合ったベースとなっている。

一人当たり600ドルの小切手で計1,000億ドルにおよぶ政府による戻し減税には、それなりの景気押し上げ効果が期待できる。過去、2001年と2003年にも小切手による戻し減税が行われ、いずれも7-9月期に実施された。いくつかの実証研究の平均的な結論によれば、小切手送付直後には



総額の2-3割、その後半年以内に5-7割が消費支出に向けられた模様だ。今回の場合、共和党・民主党とも実施時期は早い方が良いという点では見解が一致しており、法案成立から、早ければ5月には小切手が送付される見通しである。ICSC（国際ショッピングセンター協会）が1月31日から2月3日にかけて1,000人を対象に実施したアンケート調査では、今回の小切手による戻し減税の使い道に関し、「債務返済」が43%、「消費」が24%、「貯蓄」が26%という回答が得られている。足元の家計の債務状況を考えれば、目先は返済に充当するというのは当然の選択といえる。過去の例にならい、1,000億ドルの税還付のうち、当初25%が消費に向かい、半年以内に5割が消費に向かうとすると、2008年4-6月期と7-9月期の個人消費を、それぞれ前期比年率で1.2%ポイント、GDP全体を同0.8%ポイント程押し上げる効果が見込まれる。

（４）設備投資の勢いは幾分弱まる

ISM製造業景況指数は、サブプライム問題が深刻化した昨年7月以降、悪化に転じており、企業は先行き不透明感から慎重姿勢を強めている。1月は50.7ポイントと12月の48.4ポイントからは改善したが、景気拡大と縮小の境目とされる50ポイント近辺にとどまっている（図表2-8）。景気後退にまで陥るレベルではないが、設備投資の勢いは幾分弱まると予想される。

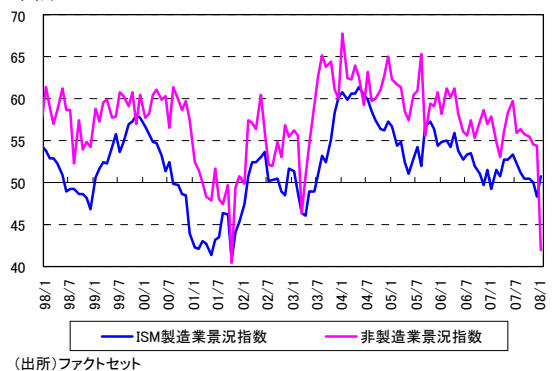
民間設備投資の先行指標である非防衛資本財新規受注（除く航空機）は、2006年後半以降、伸びが弱まっていたが、12月はやや持ち直した（図表2-9）。オフィスや商業施設など非住宅部門の建設支出も、これまで堅調に推移している。また、企業が慎重姿勢を続けているがゆえに、在庫調整一巡後も、過去の景気後退局面に見られたような過剰在庫が積み上がる様子は見られない。売上に対する在庫水準は歴史的低水準にあり、景気が回復に転じれば、早目に生産が拡大に向かう可能性を示唆している。設備稼働率は80%近辺の高水準で推移しており、依然逼迫気味だ。ある程度堅調な世界景気にも支えられ、金融セクターを除くベースでは増益基調が続くと考えられる。政府による450億ドルの設備投資減税の効果も期待できることから、設備投資の底堅さは維持されよう。

一方、1月のISM非製造業景況指数は前月比12.5ポイント低下の41.9と、同時テロ直後である2001年10月の40.5に次ぐ低水準となった（図表2-8）。海外需要の恩恵も受けている製造業に比べ、住宅関連や金融業が含まれる非製造業は、内需減速の影響をより大きく受けている。米国経済では非製造業のウェイトが大きいいため、企業部門全体の活動はしばらく弱含みで推移しよう。

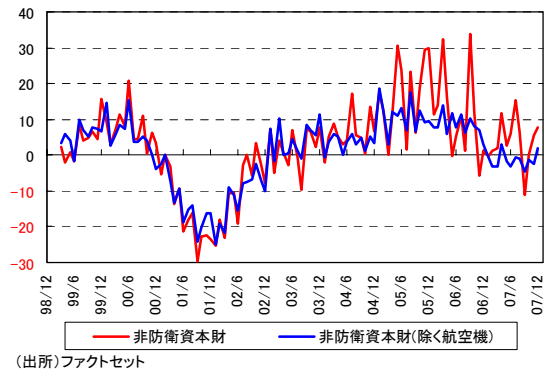
FRBによる四半期毎の銀行融資担当者サーベイの1月調査で、企業向けの貸出基準がさらに引き締められていることが確認されたが、ISMが実施した「資金調達に影響を受けたか」という質問に対して、「YES」と回答したのは、製造業が7.4%、非製造業が14.6%とそれほど懸念は示されていない。引き締めは信用度の低い企業に集中していると考えられ、企業部門全体の資金繰りが圧迫されているわけではなさそうだ。

金融市場の混乱の実体経済への影響に関しては、日本のバブル崩壊時に比し米政府やFRBの対策

（図表2-8）ISM製造業景況指数と非製造業景況指数



（図表2-9）非防衛資本財新規受注（前年比）



が早いことから、立ち直りも早いと思われる。米国の金融機関は素早く損失を明らかにし、産油国やアジアの政府系ファンドによる出資も含め、資本増強に動いている。最近ではモノライン保証会社に対する懸念が強まっているが、州保険当局と民間銀行主導による資本強化が検討されている。政府は公的資金の投入には否定的だが、最終的に事態が進展せず、クレジット・クランチが深刻になるような場合には、銀行やモノライン保証会社の資本強化、証券化商品買取ファンドといった部分に公的資金を投入することも、選択肢として考えられよう。

(5) 実質マイナス金利への利下げも

1月29-30日に開催された定例FOMC(米連邦公開市場委員会)では、1月22日の75bp緊急利下げに続き、FFレートの誘導目標を50bp引き下げ、3.00%とすることが決定された(図表2-10)。昨年9月からの累計の利下げ幅はこれで225bpに達したが、1月末の1週間で一気に125bp下げたことになる。

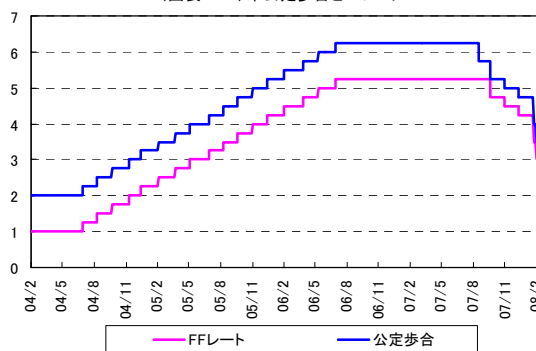
会合後の声明文は、22日の緊急利下げ時から大きな変更はなく、金融市場の混乱と景気下振れリスクに言及している。12月会合まで維持されていたインフレ警戒姿勢もトーンダウンしており、当面は景気への配慮を優先する姿勢がうかがえる。今後も「成長の下振れリスクは残る」としており、追加利下げの可能性を示唆している。このところ、コアインフレの上昇圧力が徐々に高まってきているのは事実であるため(図表2-11)、「インフレの動向を注意深く監視し続けることが必要」とはしているが、目先の景気が後退に陥るかどうかという状況で、インフレ率が高まる展開は考えにくい。

この先FRB(米連邦準備制度理事会)はどこまで利下げするのか。過去にも、1989-92年にかけての貯蓄金融機関(S&L)危機対応の利下げ(9.75%→3.0%)や、2001-03年にかけてのITバブル崩壊と同時テロへの対応(6.5%→1.0%)など危機対応の局面では思い切った利下げを行っている。今回のサブプライム問題についても、S&L危機以来の深刻な金融危機との評価が広がりつつある。このところ市場に広まっていた、FRBの政策が後手に回っているとの印象を払拭するためにも、積極的な金融緩和スタンスを維持する可能性は高い。

当社としては、3月に50bp、4月と6月に25bpずつ、2.0%まで利下げが行われる可能性があるとみている。これは、FRBが注視するコアPCEデフレーター(12月データで前年比2.2%)を差し引いて、若干の実質マイナス金利となる水準だ。

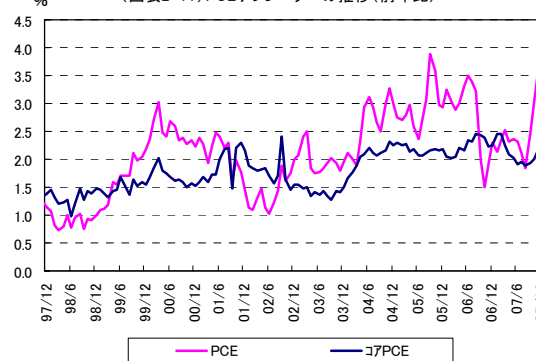
ただし6月までには、減税を中心とした財政政策が実行に移されると見込まれるうえ、これまでの利下げ効果もラグをおいてフルに効き始めると予想される。利下げ幅が大きくなればなるほど、利下げ局面一巡後、逆に先行きのインフレリスクを見越して利上げに転じるタイミングが早まる可能性にも留意しておく必要がある。景気が持ち直しに向かい、大統領選も終了する年終盤から来年にかけて、利上げが開始されると予想する。

(図表2-10)米公定歩合とFFレート



(出所)ファクトセット

(図表2-11)PCEデフレーター推移(前年比)



(出所)ファクトセット

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ここまで好調に推移してきたユーロ圏経済だが、その勢いは鈍りつつある。ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の減速、利上げの累積的効果などが重なり、今年前半はもたつた推移が予想される。しかし、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から2009年にかけては、堅調な拡大ペースを取り戻そう。

個人消費は、金融不安によるマインド悪化や、原油・食品価格の上昇などの影響で、しばらくは減速基調が続こう。ただ、良好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っていることから、失速は免れ、2009年にかけて基本的には底堅く推移しよう。

設備投資は、好業績を背景に足元では堅調に推移している。個人消費の減速や金融業の不振を背景に、サービス業のマインドが悪化していることから、今後拡大ペースは鈍化する可能性が高いが、新興国や産油国の需要にも支えられ、米国景気が持ち直すと予想される年後半以降、底堅さを取り戻そう。

ECBのインフレ警戒は根強いものの、今後は次第に景気下振れリスクへの意識が高まり、4-6月期に計50bpの利下げが行われると予想する。

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(07/12期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2007年 07/12	2008年				2009年			
	2007年	2008年	2009年		08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12
ユーロ圏GDP	2.7%	1.7%	2.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
家計消費	1.3%	0.8%	1.6%	-0.3%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
政府消費	1.8%	1.9%	1.6%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	4.5%	3.6%	2.8%	1.3%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
純輸出(寄与度)	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%

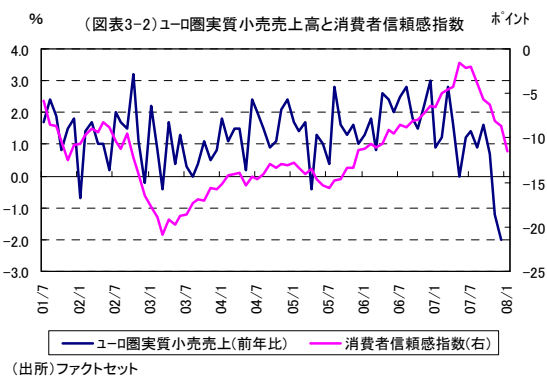
英国実質GDP

(前期比)	暦年ベース			2007年 07/12	2008年				2009年			
	2007年	2008年	2009年		08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12
英国GDP	3.1%	1.9%	2.1%	0.6%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%

(1) ユーロ圏景気の勢いは弱まる方向

10-12月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.4%と、7-9月期の同0.8%から減速した(図表3-1)。需要項目別の内訳は3月4日の発表となるが、個人消費の減少が下押しの主因で、設備投資は堅調さを維持したと予想される。ユーロ圏経済は、これまで好調に推移してきたが、その勢いは鈍化しつつある。今年前半にかけてはもたつた推移が予想されるが、年後半から2009年にかけては、堅調な拡大ペースを取り戻そう。

足元の個人消費は、ドイツを中心に減速基調が鮮明となってきた。ユーロ圏の12月小売売上高は、3ヶ月連続で前月比減少、前年比もマイナス幅が拡大している(図表3-2)。消費者信頼感指数は、金融不安や原油・食品価格の上昇などから、昨年の夏場以降低下傾向をたどっている。消費者は支出に対して慎重姿勢を強めているが、個人消費が盛り上がらない大きな要因に、企業部門が好調な割には賃金の伸びが鈍いことがある。



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、失業率は改善傾向が続いている（図表3-3）。良好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っている。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。個人消費はしばらく減速基調が続くと予想されるものの、2009年にかけて底堅さは維持しよう。

設備投資は、企業の好業績を背景に足元では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は、直近の10、11月とも前年比10%を超える伸びを示している。ただし、振れの大きい航空機による押し上げが大きく、品目別には弱さも目立ってきた。また生産活動にも、ここにきて減速の兆しが出始めている（図表3-4）。

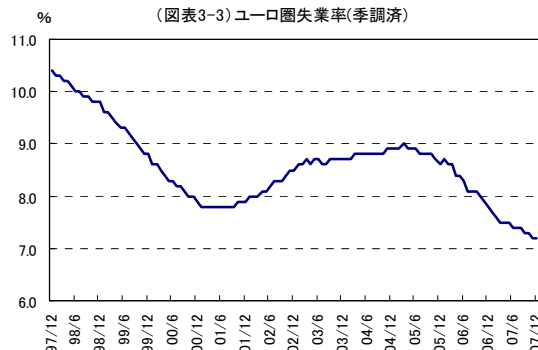
ユーロ圏製造業 PMI は、ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の減速、利上げの累積的効果などを背景として、2006年半ばをピークに低下傾向が続き、米国のサブプライム問題が深刻化した昨年7月以降は一段と低下した（図表3-4）。その後10月の51.5を底に反発し、1月の52.8まで3ヶ月ほぼ横ばいで推移している。比較的ユーロ高の影響を受けやすいイタリアは低迷したままだが、資本財に強いドイツとエアバスの受注増を抱えるフランスでは持ち直しの動きが見られる。一方で、足元ではサービス業 PMI の低下が目立つようになり、1月は50.6と製造業を下回った。堅調な海外需要に支えられた製造業に比べ、個人消費の減速や金融業の不振といった国内要因が、サービス業に大きな影を落としている。製造業のマインドが下げ止まったとしても、サービス業のマインドが悪化していることから、今後の設備投資の拡大ペースは鈍化する可能性が高い。

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。設備稼働率は依然として高水準で、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、米国景気が持ち直し、金融市場の混乱も落ち着くと予想される年後半以降、設備投資は底堅さを取り戻そう。

（2）タカ派の ECB も利下げへ

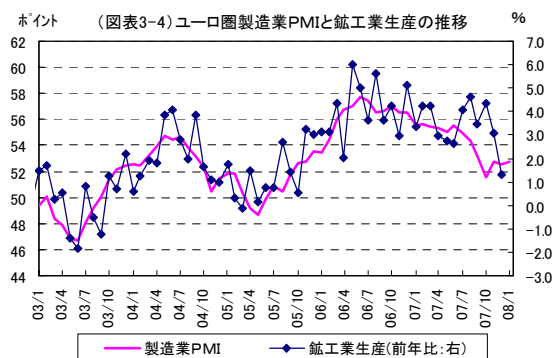
1月のユーロ圏 CPI（速報値）は前年比3.2%まで伸びが高まっており（図表3-5）、ECB（欧州中央銀行）が参照値の上限とする同2.0%を大きく上回っている。

（図表3-3）ユーロ圏失業率(季調済)



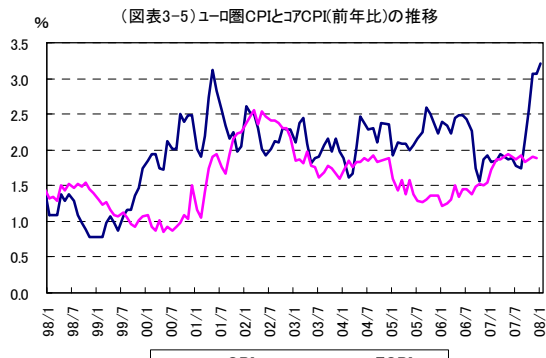
(出所)ファクトセット

（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

エネルギーおよび食品を除くコアベースでは落ち着いた動きとなっているものの、生活面で身近なエネルギーや食品価格の上昇は、人々のインフレ期待を高めやすく、賃金交渉にも上昇圧力がかかっている。また、ECB はマネーや信用の高水準な伸びにも強い懸念を示している（図表 3-6）。

このように ECB のインフレ警戒は根強く、2月7日の定例理事会でも政策金利は4.0%に据え置かれた。ただし、ユーロ圏の景気拡大ペースが徐々に鈍化しつつあるのは確かであり、理事会後の記者会見でトリシェ総裁は、「足元のデータは経済活動の見通しを取り巻くリスクがダウンサイドに傾いていることを確認している」と述べ、これまで強気だった景気に対するスタンスを一気に下方修正した。過去にも、ECB 高官がインフレ警戒発言を繰り返していたにもかかわらず、数ヶ月後には利下げに転じたという例はある。インフレ懸念が完全に払拭される可能性は低く、利下げ余地は大きくないと考えられるものの、4-6月期には計50bpの利下げが行われると予想する。

（3）英国景気は減速が明確に

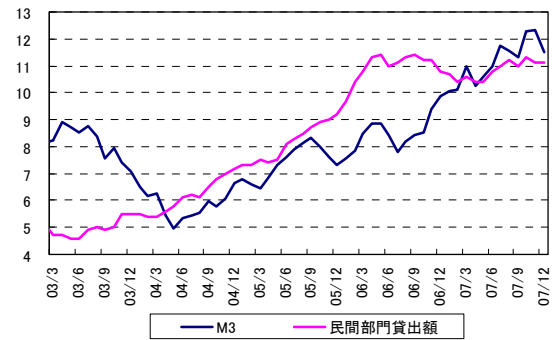
英国経済は、10-12月期実質GDP成長率が前期比0.6%となるなど、ここまでは堅調な拡大ペースが続いてきた。しかし、牽引役だった個人消費には減速感が漂っており、この先景気拡大ペースは鈍化に向かおう。

これまで資産効果を通じて消費拡大に貢献してきた住宅価格が既にピークアウトしている（図表 3-7）。モーゲージ承認件数は減少傾向、住宅購入引き合いDIも低水準にある。昨年までの引き締め効果によって住宅価格の調整がさらに進み、資産効果が弱まると予想されることから、個人消費は減速基調をたどろう。

また、製造業の生産活動も弱まっている（図表 3-8）。米国やユーロ圏の景気減速およびポンド高に加え、金融市場混乱の影響が考えられる。加えて、金融・サービス業のウェイトが大きい英国では、中堅銀行ノーザン・ロックの経営危機に代表されるように、最近の金融業界に対する不安感が、家計や企業のマインドを悪化させている可能性がある。今後、金融緩和とともに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る。

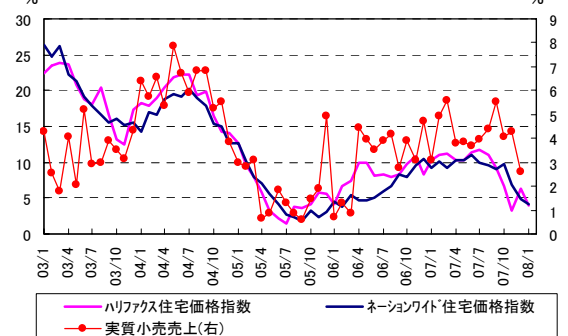
1月のCPIは前年比2.2%と、インフレ目標値である2%の上下1%以内という誘導範囲には収まっている。BOE（イングランド銀行）は12月と2月に25bpずつ利下げし、政策金利を5.25%とした。今後もインフレリスクへの警戒は残るものの、景気への配慮を優先し、年央までに計50bpの追加利下げを行うと予想する。

（図表3-6）ユーロ圏M3と民間部門貸出額の伸び(前年比)



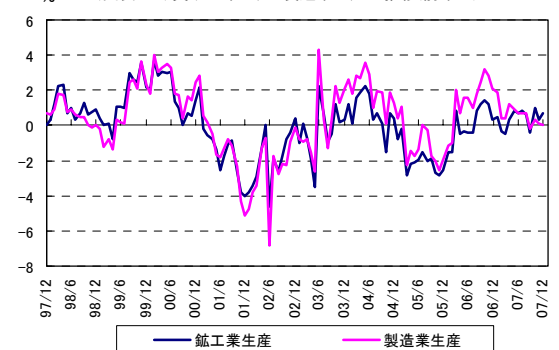
(出所)ファクトセット

（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〉

足元ではまだ、景気過熱懸念が根強く残っているものの、政府の投資抑制策や金融引き締め
の進行により、固定投資の伸びには鈍化の兆しが見える。2008 年前半は引き締め政策の一段の強化
が見込まれるほか、2008 年半ばにかけては米国を始めとした世界景気の鈍化が予想されること、
年後半には北京オリンピックの関連需要がピークアウトに向かうとみられることから、景気は
徐々に減速に向かうと予想する。2008 年の実質 GDP 成長率は、2007 年を 1%ポイント近く下回る
10.5%、2009 年の成長率は 9.5%と、7 年ぶりに二桁の伸びを割り込むと予想する。

(1) 2009 年にかけて景気減速を予想

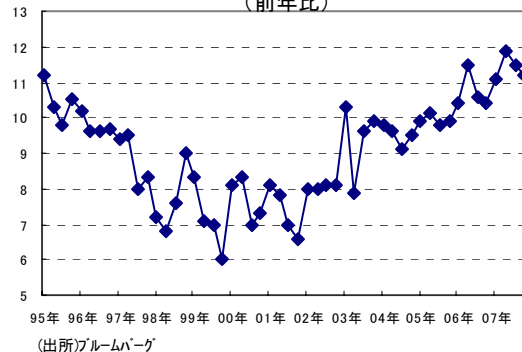
中国の 10-12 月の実質 GDP 成長率は、前年同期比 11.2%増となった(図表 4-2)。7-9 月期の同 11.5%増
を下回り、これで 2 四半期連続の伸び鈍化となる。通年
の成長率は 11.4%となった。11%を超えるのは 1994 年
以来のこと、10%を超えるのは 5 年連続となる。

昨年 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
たが、その後当局は引き締め政策を一段と強化している。
国務院の呉儀副首相は、2008 年は実質 GDP 成長率を 8%
に抑えることを政府目標として定める可能性が高いと
の見方を示しており、今後も、投資抑制策や金融引き締
めの一段の強化が実行に移される可能性が高い。北京オ
リンピックの関連需要も年後半は剥落するとみられ、
2008 年から 2009 年にかけての中国景気は徐々に減速に向かう。2008 年の実質 GDP 成長率は、
10.5%と 2 桁を維持するとみるが、2009 年は 9.5%と、7 年ぶりに一桁の成長率に落ち込むと予想
する。

(図表4-1)中国実質GDP予測

前年比(%)	2006年	2007年	2008年 (予測)	2009年 (予測)
実質GDP	10.7	11.4	10.5	9.5

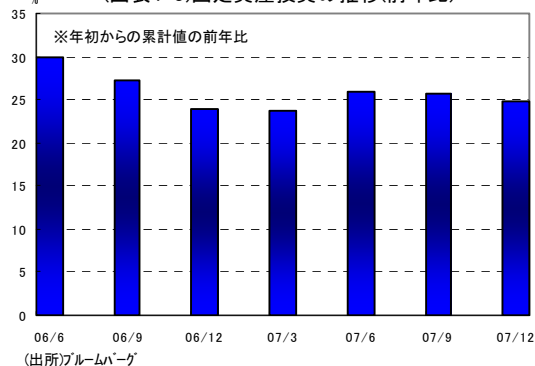
(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(2) 固定資産投資は既に減速

2007 年通年の全社会固定資産投資の伸びは前年同期
比 24.8%となった。1-9 月期に続く伸び鈍化となっ
ている(図表 4-3)。都市部の固定資産投資は同 25.8%増で、
やはり月を追うに連れ伸びが鈍化しつつある様子が示
されている。特に、12 月単月では前年比 19.6%増との
ことで、年末にかけて伸びが大きく鈍化している。不動産
バブル抑制の観点から注目されている 1-12 月の不
動産開発投資額は前年同期比 30.2%増で、1-11 月の同
31.8%増から 1.6%鈍化した。累計ベースの比較である
点を考えると、やはり 12 月の伸びが大幅に鈍化していることがわかる。

(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



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ている。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だ。12 月には、買い替えも一部「2 軒目」と評価するなど、「2 軒目」の判定基準の厳格化を図っている。昨年末にかけては、商業銀行の融資総枠規制をも実施している。2007 年末の融資残高を、10 月末の水準に抑えるとの内容である。これらの引き締め政策の効果が顕在化した可能性が大きい。

政府は景気過熱への警戒感を一層強めており、2008 年前半にかけ、投資抑制策や金融引き締めの一段の強化を打ち出してくる可能性が高い。2008 年後半には、北京オリンピックの関連投資が一段落する影響も加わることから、固定資産投資の伸びが 20%を割り込む展開も考えられよう。

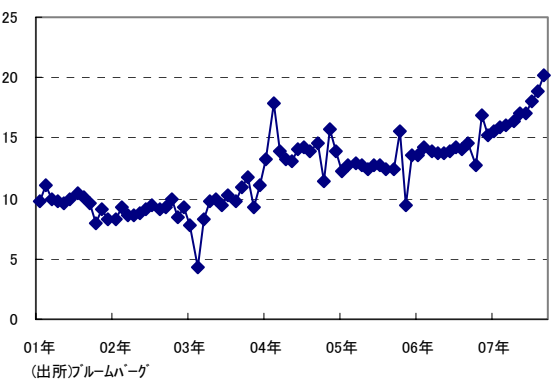
(3) 個人消費は基本的に堅調推移

社会消費財小売総額の伸びは、2007 年以降加速の度合いを強めているが、12 月は前年比 20.2%増と、ついに 20%の大台を超えている（図表 4-4）。物価上昇による押し上げ効果も大きいですが、実質ベースでも堅調に伸びており、所得増や、株価上昇による資産効果がある程度反映した動きと考えられる。政府が目指す投資主導経済から消費主導経済への構造転換は、緩やかではあるが徐々に進んできていると言えよう。

2007 年の都市部の 1 人当たり可処分所得は前年比 17.2%増の 1 万 3,786 元、農村部の純収入は同 15.8%増の 4,140 元となった。伸び率は 2006 年をそれぞれ 2.9%ポイント、3.2%ポイント上回っており、全体的な底上げは進んでいる。もっとも、実額ベースでは両者の間に依然 3 倍以上の開きがあるほか、実質ベースでは都市部が前年比 12.2%増、農村部が同 9.5%増となるなど、依然都市部と農村部の格差が目立つ。

中国政府は、「三農」（農業、農村、農民）問題を 2004 年以降 5 年連続で政策の最優先課題と位置付けている。最低賃金水準の引き上げなど、今後も低所得者層を中心とした所得の底上げへの動きが続くと考えられるほか、高所得者層から中間所得者層への消費ブームの拡大の流れも続くと考えられることから、個人消費は 2009 年まで基本的に堅調な推移が続こう。ただし、株式市場が調整色を強めつつあることが目先の消費に対し一定の下押し圧力になると考えられるほか、食料品を中心とした物価の上昇、北京オリンピック終了による関連消費の落ち込みなどが伸びを抑制する要因になることから、大幅な加速も見込みにくい。2009 年までの社会消費財小売総額の伸びは、15-20%台を中心とした推移を予想する。

(図表 4-4)中国小売売上高の推移(前年比)

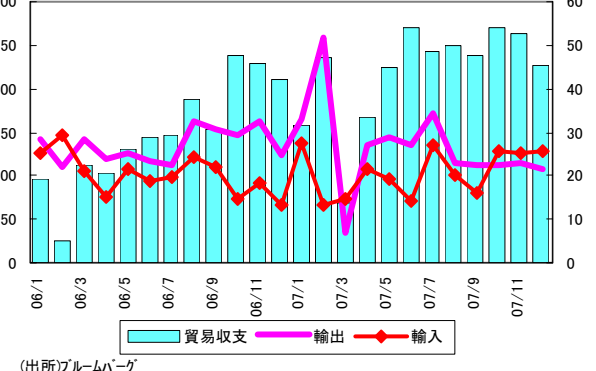


(4) 輸出抑制策の効果が現れ始める

2007 年 10-12 月の貿易黒字額は、前年比 12.6%増となった。7-9 月期の同 50.8%増、4-6 月期の同 75.0%増からは伸びが大きく鈍化した形である。2007 年累計の貿易黒字額は 2,622 億米ドルで、前年比で 847 億ドルの増加。3 年間連続で過去最高を記録したものの、年後半にかけ、拡大ペースは鈍っている（図表 4-5）。

10-12 月の輸出は前年比 22.3%増で、4 四半期連続の伸び鈍化となった。米国向けが急速に鈍化しつつあるほか、欧州向けにも鈍化の兆しがみられる。一方、

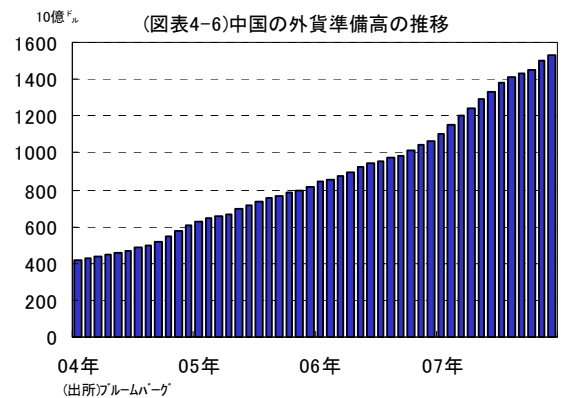
(図表 4-5)中国貿易収支 (貿易収支は左軸、輸出は右軸)



輸入は同 25.4%増と、3 期連続の加速となっている。堅調な内需や素材価格の上昇が背景にあるとみられる。

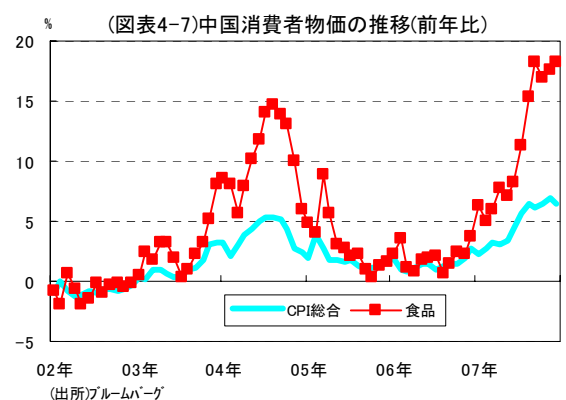
輸出の伸び鈍化の要因については、昨年 7 月以降、2,821 品目の輸出製品について、輸出付加価値税の還付率引き下げや還付制度の廃止が実施された影響が顕在化しつつある可能性も指摘できる。米国経済の低迷が少なくても 2008 年央まで続くと考えられること、当局による人民元高への誘導ペースが早められる可能性が高いことから、輸出の伸びの鈍化傾向は 2008 年後半まで続く可能性が高い。ただし、国内の貯蓄投資バランスの貯蓄超過傾向に大きな変化がないと考えられること、今後政府の景気引き締め政策が浸透すれば、輸入の伸びも鈍化に向かうと考えられることから、貿易黒字の拡大傾向は続くともみている。2009 年には、米国景気の回復とともに輸出も持ち直しに向かおう。

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、12 月末には前年比 43.3%増の 1 兆 5,282 億ドルに達した(図表 4-6)。外貨準備の効率的な運用を目指す趣旨で設立された中国投資有限責任公司(CIC)に関しては、資本金調達目的の特別国債の発行が 2007 年末で終了している。今後もその運用方針が市場で注目の的となろう。



(5) インフレ懸念は根強く残る

12 月の CPI (消費者物価指数) の伸びは、前年比 6.5% となった。11 月の同 6.8% をやや下回ったものの、5 ヶ月連続で 6% を超える伸びが続いている。2007 年通年では前年比 4.8% で、伸び率は 2006 年を 3.3% ポイント上回った。2007 年の CPI を押し上げた主要因は食品で、前年比 12.3% の上昇。うち肉・肉加工品は前年比 31.7%、卵類は同 21.8% だった(図表 4-7)。



政府当局は「物価はかなり急速に上昇」と、警戒感をあらわにしている。昨年 12 月 20 日には、小麦、コム、トウモロコシ、大豆などの穀物とその加工製品計 84 品目に対する輸出付加価値税の還付を廃止した。輸出意欲を減退させることで国内の供給量を増やし、価格上昇を抑える狙いがある。また、年明け 1 月 15 日には、一部の食品や燃料の値上げを承認制とする「臨時価格干渉措置」を導入している。穀物、肉類、液化石油ガス等の生活必需品の値上げについて、生産者に対しては事前、小売業者に対しては事後の審査・承認を行うというものである。値上げの正当な理由がないと判断された場合、当局は値上げの中止や値上げ幅の変更などを指示できる。違法な価格操作行為を厳しく処罰することも明記されるなど、より直接的な価格統制策となっている。

インフレの主因がマクロベースでの需給ギャップの逼迫に根差したものであれば、価格統制策はほとんど役に立たないと考えられるが、今のところ価格上昇は食品やエネルギーなど一部の品目に偏っていることから、一定の効果は期待できよう。当面は物価上昇が景気への大きなリスクになり続けると見られるが、2008 年後半以降は景気減速の影響も加わって、物価上昇率は次第に鈍化に向

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

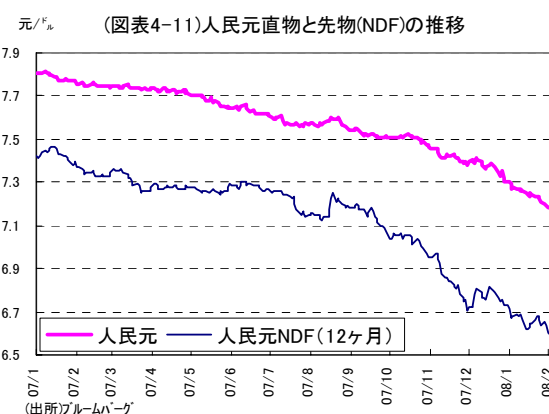
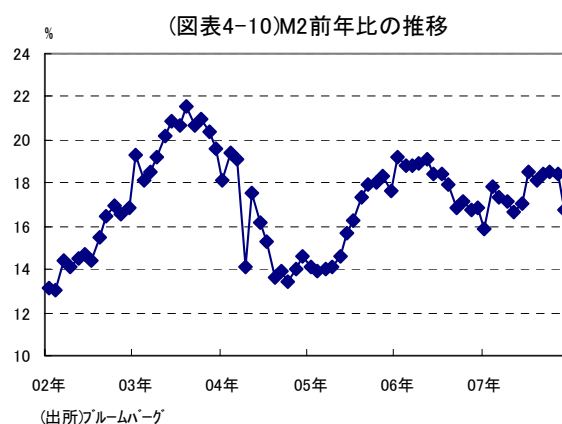
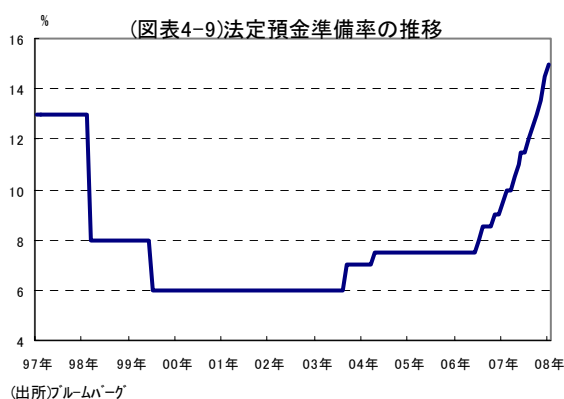
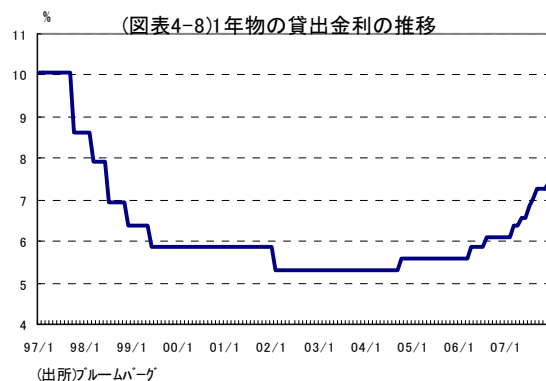
金融当局は2007年以降、引き締め策を強化している。金利については、直近では12月21日に1年物の貸出基準金利と預金基準金利が引き上げられ、預金基準金利は3.87%から4.14%に、貸出基準金利は7.29%から7.47%にそれぞれ上昇した(図表4-8)。2007年は、累計6度の利上げが実施されている。法定預金準備率は、1月25日に0.5%引き上げられ、15%に達した。昨年以降の金融引き締め局面では11回目の引き上げで、既に過去最高の水準に達している。(図表4-9)。

マネーサプライ(M2)は、2007年7月から11月まで、5ヶ月連続で前年比18%台の伸びが続いていたが、12月は同16.7%に鈍化した(図表4-10)。ただし、これは前述の融資の総枠規制の効果が大きいと考えられ、一時的な減速にとどまる可能性も大きい。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、景気過熱感がまだ収まっていないこと、CPIの高い伸びが続いていること等を考えると、当局は当面インフレへの強い警戒を続けるとみられ、2008年前半も2回程度の利上げが行われる可能性が高い。法定預金準備率は、年央までにさらに2%程度引き上げられよう。その後は、景気減速とともに様子見姿勢に移るとみている。

(7) 元高への調整ペースは早まる見通し

人民元は、昨年1年間で6.4%、2005年7月の切り上げ以降、今年1月末までに11.4%上昇した。特に昨年末以降上昇ペースをやや速めつつあり、人民元の先高観も強まっている(図表4-11)。

人民元売り介入により市中に供給されたマネーを不胎化しきれないことが、マネーサプライの増加を通じてインフレ圧力に繋がっている。物価上昇の抑制が喫緊の課題であることを考えると、2008年の人民元高への調整ペースは2007年を上回る可能性が高い。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が、2008年は8~9%、2009年は6~7%の元高への誘導が実施され、2009年末までの2年間で15%前後元高が進む可能性が高いとみている。



5. 原油相場見通し

(1) WTI は 100 ドル/バレル突破後、小幅下落

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、2008年1月2日に史上初となる 100 ドル/バレル台を記録した。しかし、大台達成後の WTI 価格は落ち着きを見せ始めており、2月初旬には 80 ドル台後半まで低下する場面も見られた(図表 5-1)。価格低下の背景には、サブプライム問題の深刻化によって米国景気の減速基調が強まるとの見方が広まったことがある。需要減退で原油需給が緩和するとのシナリオだ。

(2) 景気減速、在庫増で目先は上値の重い展開に

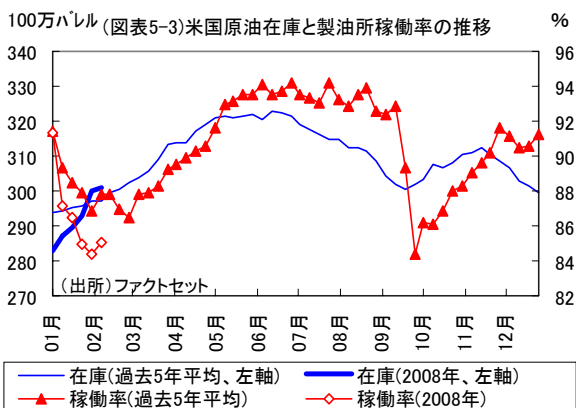
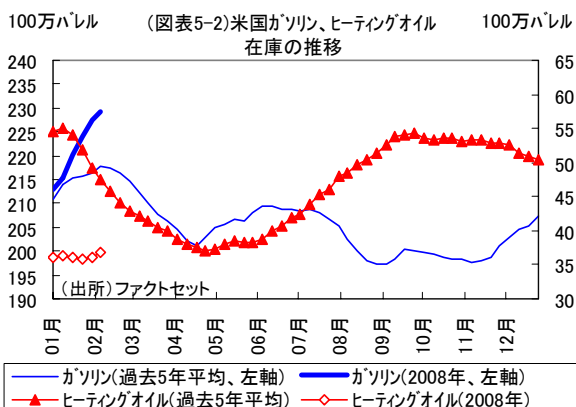
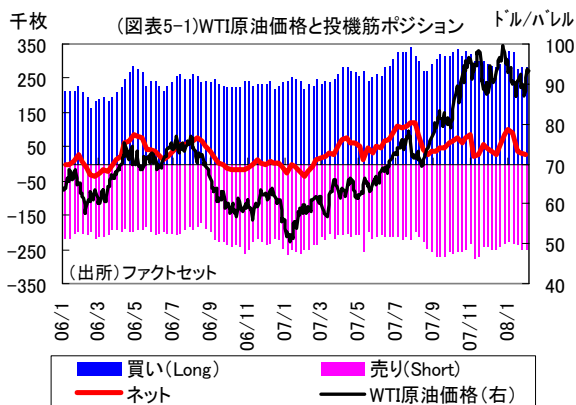
市場が織り込んでいるとおり、2008年前半にかけての米国景気は減速基調が続くとみられ、WTI価格は上値の重い展開が続くと予想する。

市場の注目が集まる原油在庫の動向もこうした見方を後押しする。これまで市場の注目は、冬季に需要が増えるヒーティングオイルの在庫動向に集まっていたが、今後は徐々にガソリン在庫へ焦点が移る時期となる。そのガソリン在庫は、足元で急増しており、過去5年平均を上回る水準で推移している(図表5-2)。前述のとおり、目先の米国景気は減速基調が続くと予想されることから、景気拡大が続いてきた過去5年よりもガソリン消費量は減少する可能性が高い。同図からは、今後ガソリン在庫が減少するという季節性がうかがえるが、過去5年平均と比べれば、2008年のガソリン在庫の減少ペースは緩やかなものにとどまることが予想される。ガソリンやヒーティングオイルの原料となる原油在庫が、過去5年平均を上回って推移していることも、WTI価格の上値を重くする材料だ(図表5-3)。

(3) 2008 年後半以降、WTI 価格は再び上昇へ

ただ、中東情勢をはじめ、地政学リスクがくすぶる構図は変わらない。また、米国製油所の老朽化問題も解決しておらず、稼働率の低位推移が予想されるなど、これまで WTI 価格の押し上げ要因となってきた材料はいまだ健在だ。景気拡大が続く中国やインドなどの新興国による原油需要も底堅いとみられ、WTI 価格の下値は限られたものにとどまろう。

こうした状況下、米国景気の持ち直しが予想される 2008 年後半以降は、原油需給が再び逼迫気味に推移することが予想される。WTI 価格(年平均)は、2008年に1バレル92ドルと高値圏での推移が続き、2009年には100ドルに達すると予想する。



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。