

明治安田生命
2008－2009年度経済見通しについて
 ～2008年度は低空飛行続くも、2009年度は持ち直しへ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2008年4－6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	2008年度 0.8%	2009年度 1.6%
名目GDP成長率	2008年度 0.0%	2009年度 1.5%

2. 要 点

- ①日本経済は、昨年10月を景気の「山」として後退局面に入った模様。今後も米国経済の減速を背景に輸出の増勢が弱まると予想されるほか、企業収益の悪化に伴って設備投資や雇用がさらに弱含むとみられ、2008年度中は減速基調が続く可能性が高い。
- ②ただ、景気の拡大ペースが元々鈍く、企業が先行き慎重姿勢を維持してきた分、過剰設備や過剰在庫といった循環的な調整圧力がさほど強まっていないこと、新興諸国の景気もある程度底堅く推移するとみられることなどから、景気後退は深いものにならないと予想。2009年度には米国景気の持ち直しに伴い、緩やかに回復へ向かおう。
- ③目先の国内景気は低成長が続くと予想されることから、政策金利は当面据え置きが続こう。次の一手は、国内景気が底入れし、回復基調が次第に強まり始めるとみられる2009年7－9月期の利上げと予想する。2009年度後半には、景気回復を背景に追加利上げが実施され、2009年度末のコールレートは1.00%に達しよう。

〈主要計数表〉

	2007年度 (実績)	2008年度		2009年度	
			2008/5時点		2008/5時点
実質成長率	1.6%	0.8%	1.4%	1.6%	1.9%
成長率寄与度・内需	0.3%	0.2%	0.8%	1.0%	1.2%
・外需	1.2%	0.6%	0.7%	0.5%	0.8%
名目成長率	0.6%	0.0%	0.6%	1.5%	2.0%

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				→ 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	1.6%	0.8%	1.6%	0.6%	0.8%	-0.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
民間最終消費支出	1.4%	0.7%	1.3%	0.3%	0.7%	-0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
民間住宅投資	-13.3%	-8.3%	-1.6%	-9.8%	4.3%	-3.4%	-0.5%	-0.8%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.2%
民間設備投資	-0.1%	0.1%	2.0%	1.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.8%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
政府最終消費支出	0.7%	0.5%	0.7%	0.9%	-0.5%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	-1.8%	-6.1%	-2.5%	0.1%	1.0%	-5.2%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
財貨・サービスの輸出	9.5%	3.0%	5.9%	2.7%	3.4%	-2.3%	0.3%	0.8%	1.0%	1.5%	1.7%	2.2%	2.5%
財貨・サービスの輸入	2.1%	-0.7%	3.8%	0.8%	1.2%	-2.8%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%
名目GDP	0.6%	0.0%	1.5%	-0.1%	0.2%	-0.7%	0.6%	0.3%	0.0%	0.2%	0.9%	0.5%	0.4%
GDPデフレーター(前年比)	-1.0%	-0.8%	0.0%	-1.3%	-1.5%	-1.6%	-0.9%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.2%

(前期比寄与度)	→ 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
実質GDP	1.6%	0.8%	1.6%	0.6%	0.8%	-0.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%
民間最終消費支出	0.8%	0.4%	0.7%	0.2%	0.4%	-0.3%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
民間住宅投資	-0.5%	-0.2%	0.0%	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
民間設備投資	0.0%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
公的固定資本形成	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
在庫品増加	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
純輸出	1.2%	0.6%	0.5%	0.3%	0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%
財貨・サービスの輸出	1.6%	0.5%	1.0%	0.5%	0.6%	-0.4%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%
財貨・サービスの輸入	-0.3%	0.1%	-0.4%	-0.1%	-0.2%	0.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%

2. 主要指標予測

	→ 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)	2.6%	-0.7%	1.5%	3.3%	2.3%	1.0%	-1.1%	-1.8%	-0.8%	0.4%	1.4%	1.8%	2.2%
消費者物価指数(前年比)	0.4%	1.7%	1.0%	0.5%	0.9%	1.4%	2.0%	1.8%	1.7%	1.4%	0.9%	0.9%	0.9%
除く生鮮食品(前年比)	0.3%	1.8%	1.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.3%	2.0%	1.6%	1.4%	0.8%	0.9%	0.9%
国内企業物価指数(前年比)	2.3%	4.7%	2.3%	2.4%	3.5%	4.8%	5.0%	4.9%	4.3%	2.4%	2.0%	2.2%	2.4%
完全失業率(季調済平均)	3.8%	4.2%	4.1%	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	4.2%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%
無担保コール翌日物(期末値)	0.50%	0.50%	1.00%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%
為替レート(円/ドル:平均値)	114円	107円	108円	113円	105円	105円	107円	108円	110円	110円	109円	108円	106円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

日本経済は、昨年10月を景気の「山」として後退局面に入った模様だ。今後も、米国景気の減速を背景に輸出の増勢が弱まると予想されること、企業収益の悪化に伴い、設備投資や雇用が弱含むとみられることなどから、2008年度中は減速基調が続く可能性が高い。

ただし、これまで企業が慎重な経営姿勢を取り続けてきたこともあって、過剰な設備、雇用、債務、在庫の整理が進んでおり、企業の基礎体力は向上している。加えて、財政・金融政策の効果で米国景気の大規模な調整は避けられるとみられること、新興諸国の内需がある程度底堅く推移しており、輸出の腰折れは回避されると考えられることなどから、過去の景気後退局面にくらべれば、減速度合いは軽微なものにとどまる可能性が高いと考える。

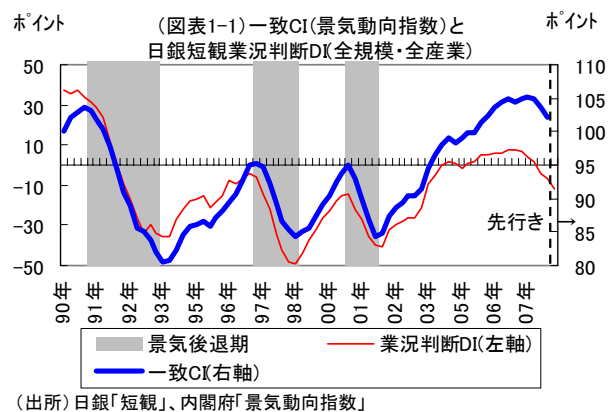
次なる注目点は、国内景気が何をきっかけに、いつ頃回復基調へ転換するのかということだ。残念ながら景気回復の原動力となる要素を内需の中から見つけ出すことは難しく、結局は、輸出がいつ持ち直すかという点にかかってこよう。鍵になるとみられる米国景気は、後述のとおり、来年春先には徐々に回復基調へ向かい始めることが予想される。国内景気は、米国景気の回復に連動する形で2009年度始辺りに「谷」をつけ、年度末にかけて緩やかながらも回復軌道をたどる可能性が高い。

金融政策については、目先の国内景気は低成長が続くとみられることから当面据え置きが続こう。次の一手は、国内景気が底入れし、回復基調が次第に速まり始めるとみられる2009年7-9月期の利上げと予想する。同年度後半には、景気回復を背景にもう一度追加利上げが実施されるとみており、2009年度末のコールレートは1.00%に達しよう。

(1) 景気の「谷」は来年度始頃を予想

国内景気は、既に後退局面に入っている可能性が高い。景気の「山」、「谷」とほぼ同じ時期に「山」、「谷」をつける傾向がある日銀短観の業況判断DIや景気動向指数の一致CIは、いずれも昨年後半以降、低下傾向が鮮明となっている(図表1-1)。景気動向指数の基調判断に用いられる一致CIの3ヶ月後方移動平均が2007年10月にピークを打ち、その後も直近の2008年6月まで一度も前月差がプラスに転換していないことなどを考えれば、国内景気は昨年10月に景気の転換点を迎えていた可能性が高い。

ただ、景気の後退度合いは深いものにならないと考えている。これまで企業が慎重な経営姿勢を取り続けてきたことから、足元で過剰な設備、雇用、債務、在庫が積み上がっておらず、企業の基礎体力が向上していると考えられるためだ。また、国内景気の後退要因となった米国の景気減速は今後も続くことが予想されるものの、財政・金融政策の効果によって大規模な調整は避けられよう。加えて、新興諸国の内需がある程度底堅く推移することが予想され、これまで景気を牽引してきた輸出の腰折れは回避される可能性が高い。2002年2月からの景気拡大過程において数度の踊り場を



狭むなど、自律的な調整を繰り返しながら拡大してきたという経緯もある。今回の景気拡大局面が「実感なき景気回復」と言われていたのと同様、後退局面も過去と比べれば、それほど強い実感のないまま過ぎ去っていくことになるのではないだろうか。

次なる注目点は、景気が何をきっかけに、いつ回復基調に戻るのかということだろう。ただ、残念ながら景気回復の原動力となる要因を内需の中から見つけ出すことは難しい。結局は、これまで同様、輸出の持ち直しがきっかけとなる可能性が高そうだ。その鍵になると考えられる米国景気は、後述のとおり、来年春先には緩やかながらも回復基調へ向かい始めるとみている。2008年度の国内景気は減速基調が続くものの、2009年度始辺りには「谷」をつけ、年度末にかけて緩やかながらも回復軌道をたどると予想する。

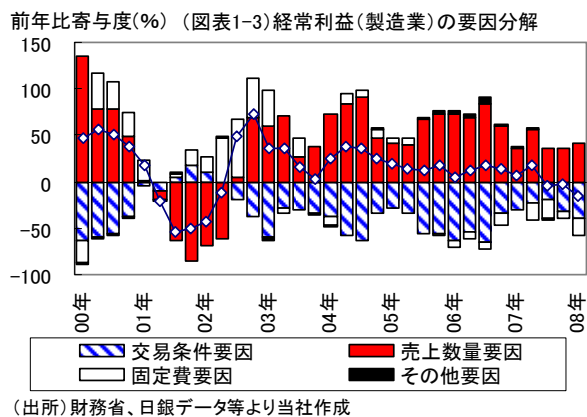
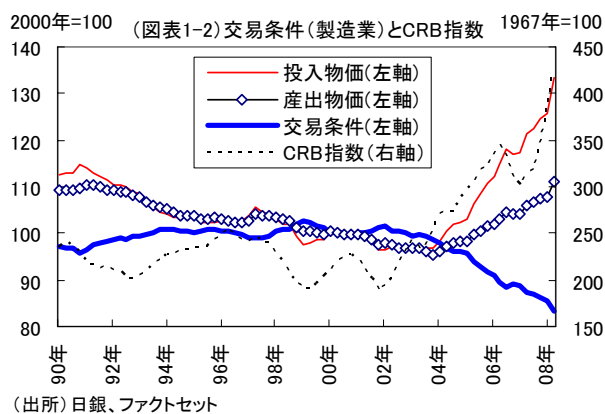
（２）交易条件悪化で消費、設備投資は奮わず

日本の交易条件（＝産出物価／投入物価）は悪化の一途をたどっている（図表1-2）。投入品の多くを占める「素原材料」は、原油に代表されるように、需要が増加しても供給を簡単に増やせない物が多く、現在のように需給逼迫懸念が高まる状況では特に価格が上昇しやすい。一方、産出品の多くを占める「最終財」は、原材料価格が上昇したとしても、需要が伸びなかったり、競争が激しかったりすれば、コスト上昇分を容易に価格転嫁することはできない。

ここ数年の投入物価の上昇は、国内要因によるものではなく、新興諸国の需要拡大を背景とした世界的な商品需給逼迫懸念という海外要因によってもたらされた側面が強い。一方で産出品に対する国内需要の伸びは緩やかなものにとどまったほか、海外需要は堅調に推移したものの、国際競争激化の影響で容易に価格転嫁できない状況にあったことなどが、交易条件悪化の理由である。

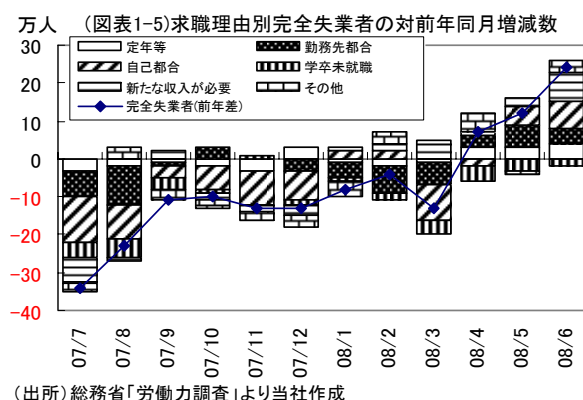
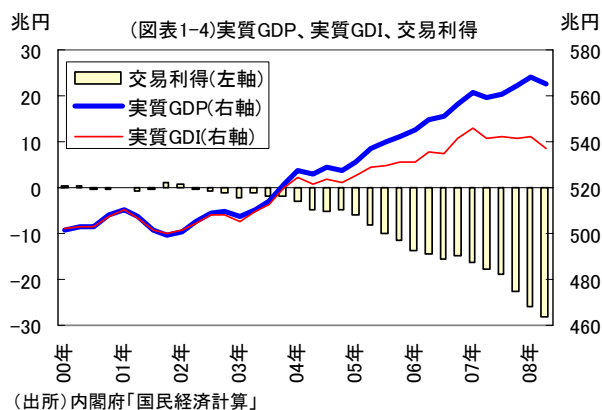
交易条件の悪化は企業収益の圧迫要因となる。国内企業の経常利益の伸びを要因分解してみると、足元では交易条件の悪化が最大の収益圧迫要因となっている様子が見えてくる（図表1-3）。加えて、人件費や支払利息、減価償却費等の固定費負担が重くなっている点も企業収益を下押しする要因となっている。今後は、景気減速に伴い、これまで収益を押し上げてきた数量要因の押し上げ幅が縮小していくことが予想され、厳しい収益環境が続こう。

交易条件の動向は日銀も注視している。5月19、20日に行われた金融政策決定会合後の定例会見で、白川総裁は日本の景気に関して、「対外的な交易条件の悪化を受けて、国内総所得、つまり交易条件の変化を加味した実質購買力にみる所得形成は弱めの動きが続いている」とし、「所得形成の弱まりが国内民需の下振れにつながらないか、注意深く見ていく必要がある」と、交易条件の悪化が景気の先行きを見ていくうえでの大きなリスクという認識を示した。ここで言う交易条件とは、前述した企業の交易条件を示す「産出物価／投入物価」ではなく、一国の交易条件を示す「輸物



価／輸入物価」であるが、輸出物価／輸入物価による交易条件も、産出物価／投入物価による交易条件同様、悪化傾向が続いている。

白川総裁の発言にある国内総所得とは、SNA上、GDIと言われるもので、実質国内総所得（実質GDI）は実質国内総生産（実質GDP）に交易利得・損失を加えたものとして表される。交易利得・損失とは、交易条件の変化によって生じる所得の実質的な増減額のことであり、例えば輸出物価の上昇、輸入物価の下落によって交易条件が改善すれば、一定の輸出量で購入できる輸入量が増えることになり、所与の国内生産から得られる所得が拡大することによって居住者が購入できる財貨・サービスの数量を増やせるようになる。このような交易条件の改善による実質所得総額の購買力増加分については、実質GDIの概念に含まれているものの、実質GDPには含まれていない。実質GDIとは、居住者が国内生産から獲得する実質所得総額の購買力を測る指標と言える。足元では交易条件の悪化により交易損失が拡大傾向をたどっており、生産活動によって生み出された所得が海外に流出している様子を示している（図表1-4）。



日本の交易条件が悪化しているということは海外の交易条件が改善しているということでもあり、海外の実質購買力の拡大を背景に日本からの輸出が増加すれば、日本経済にとって大きな問題とはならない。しかし、実質GDPの動きに比べて、輸出と交易利得・損失の両概念が含まれた実質GDIが徐々に頭打ち感を強めている現状を踏まえれば、とても楽観できる状況にはなさそうだ。

このように、交易条件の悪化などを背景に収益環境は厳しさを増していることから、企業は新たな設備投資に二の足を踏む可能性が高い。競争力維持のための設備投資需要がある程度見込まれること、企業の設備過剰感が目立って高まっていないことなどの下支え材料はあるものの、設備投資は今後も減速基調が続く可能性が高い。設備投資が再び持ち直すのは、米国景気の回復が見込まれる2009年度始以降と予想する。

また、雇用環境も冴えない展開が続く可能性が高い。足元の雇用関連統計はいずれも悪化傾向をたどっており、雇用環境は弱含んでいる。失業者数が増加傾向にあり、企業のリストラの動きを示す「勤務先都合」の失業が少しずつ目立つようになってきたのも懸念材料だ（図表1-5）。今後も、景気の減速基調が続くと予想されること、先述のとおり企業収益の悪化が見込まれることなどから、雇用・所得環境は引き続き軟化傾向をたどる可能性が高く、個人消費は弱めの推移が続こう。個人消費に明るい兆しが見え始めるのは、米国景気の持ち直しが見込まれる2009年度始以降と予想するが、企業収益のV字回復は見込みにくいいため、増加ペースは緩やかなものととどまる可能性が高い。

(3) 弱めの推移が予想される住宅投資

昨年6月20日に改正建築基準法が施行されて既に1年以上が経過したものの、足元の住宅着工戸数は法改正前の水準にまだ到達していない。

住宅市場の持ち直しが遅れている要因は、複数ある。まず、需要面から見てみると、雇用者所得が伸びない中でガソリンや食品価格が値上がりしており、家計の実質購買力が落ちている点が挙げられる。家計の財布の紐が徐々に堅くなっていることが住宅需要に影響を与えている可能性が高い。

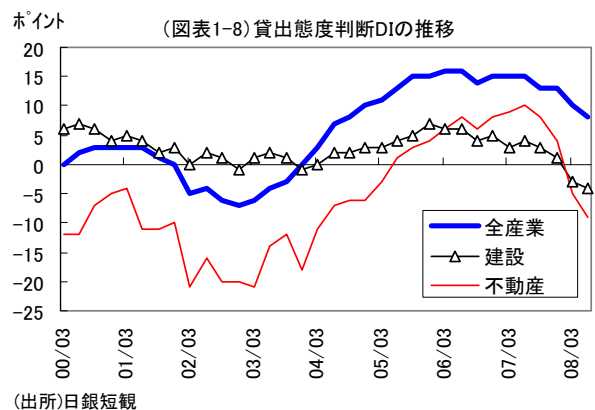
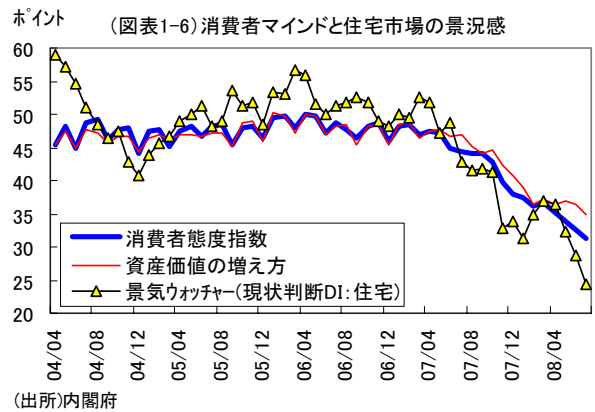
加えて、消費者マインドの悪化も住宅市場減速の要因となっている。消費動向調査をみると、「資産価値の増え方」指標が、サブプライム問題が深刻さを増した昨年夏場を境に低下基調をたどっており、バブル崩壊後の住宅価格下落で多額を含み損を抱えた苦い経験から、消費者が住宅取得に及び腰となっている可能性が考えられる（図表1-6）。

また、住宅価格の値上がりも一因だ。不動産専門のデータバンクである（株）東京カンテイの調査によれば、住宅価格が年収の何倍になるかを示す「年収倍率」が、首都圏で7.77倍、近畿圏で6.71倍となり、理想とされる「年収の5倍以内」という水準を上回っている（いずれも、2007年に販売された新築マンション価格（70㎡換算）がベース）。東京都に限っては9.85倍まで上昇しており、バブル最盛期と変わらないレベルにまで上昇しているということだ。

次に供給面からみると、昨今の原材料価格の上昇により、建築費が高騰していることが着工抑制の一因となっている。建設工事に使用される資材に関する価格変動を総合的に捉えた建設資材価格指数によれば、2004年を起点に明確な上昇基調に転じた後、2008年度に入ってから上昇ペースが一段と速まっている（図表1-7）。コスト上昇分を住宅価格に転嫁できれば問題ないが、需要が減少している現状では価格転嫁を進めにくい。結果として売り手の収益圧迫要因となるため、着工手控えや先延ばしにつながっている可能性が高い。

また、金融機関の貸出態度が硬化している点も着工の制約要因となっている模様だ。日銀短観の貸出態度判断DIをみると、他業種に比べて不動産や建設業の落ち込みが顕著となっている（図表1-8）。サブプライム問題が深刻化したことなどから、金融機関の不動産関連融資に対する慎重姿勢が強まっており、資金繰りの面で供給制約がかかるリスクが出てきている。他に、マンション在庫が約6年ぶりとなる水準まで積み上がっているため、在庫調整圧力が高まっていることも着工抑制の要因だ。

低金利が今しばらく続くとみられること、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に伴う建替え需要が見込まれることなど、住宅投資にとって潜在的な下支え材料が存在するものの、今後の住宅投資は低調な推移が続くと予想する。

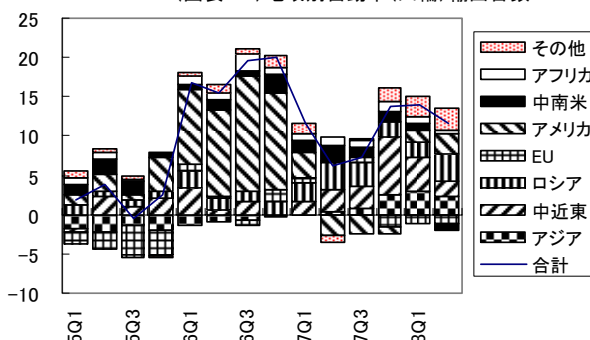
(4) 輸出は減速も腰折れは回避

内需の低迷が続く中、ここに来て頼みの綱である輸出にも陰りが見えてきた。輸出数量指数の伸びをみると、景気の減速基調が続く米国向けに加え、EU向けも前年割れに転じている。

問題は、こうした主要地域向け輸出が鈍化する中で、新興諸国などその他地域向け輸出がそれらの落ち込みをカバーできるかということだ。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。ただ、米国景気の減速基調が一段と強まる可能性は低いとみているほか、各種の政策効果を背景に来年の春先頃には次第に回復へ向かうと予想されることから、新興諸国への悪影響も大きなものにはならないと判断している。

以前に比べると新興諸国の内需が底堅さを増していることもプラス材料だ。地域別自動車輸出台数の動向をみると、これまでの主要輸出先であった米国向けが弱含む一方、ロシアや中近東をはじめとした産油国向けが増加している(図表1-9)。米国やEU向け輸出の落ち込みを完全にカバーすることは難しいだろうが、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。

前年比寄与度(%) (図表1-9)地域別自動車(四輪)輸出台数



(出所) 社団法人日本自動車工業会資料より当社作成

(5) 国内生産はマイルドな減産が続く見込み

製造工業生産予測調査における7、8月予測をみる限り、7-9月期の鉱工業生産指数は3四半期連続で前期比マイナスとなる可能性が高い。足元で生産の基調は徐々に弱まっている。

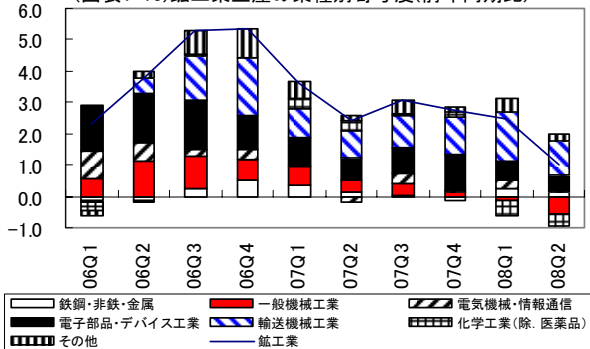
生産指数を業種別に見ると、これまで牽引役の一翼を担ってきた電子部品・デバイス工業と一般機械工業で増勢が鈍っている(図表1-10)。ただ、一般機械工業の中でも特に減速が目立つのが半導体・フラットパネル製造装置であり

(図表1-11)、結局は電子部品・デバイス工業の生産鈍化が影響している模様だ。

電子部品・デバイス工業の生産鈍化は在庫の積み上がりが主因である。直近6月の在庫指数は前年同月比20.5%増と、昨年末を底にプラス幅が拡大傾向にある。生産に先行する傾向のある出荷・在庫バランスをみても、昨年末以降、悪化傾向をたどっている。

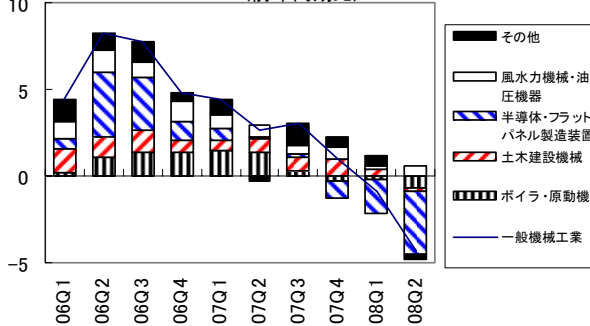
同工業の在庫を主要3業種別に示したのが図表1-12だ。足元では、同工業の中で最もウェイ

(図表1-10) 鉱工業生産の業種別寄与度(前年同期比)



(出所) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

(図表1-11) 一般機械生産の業種別寄与度(前年同期比)



(出所) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

トの大きい集積回路の在庫が急増している。集積回路の中では、特に携帯電話や家電製品向けの需要が多いモス型半導体集積回路で積み上がりが顕著となっている。北京五輪関連需要を見据えて意図的に在庫が積み上げられた面もあるが、昨年秋から国内で携帯電話端末の販売手法が変更されたことで販売台数が大幅に減少していることも影響していると考えられる。

今後の同工業の生産は欧米景気の動向に左右されよう。同工業における在庫調整進展のためには欧米向け輸出の持ち直しがきっかけとなる可能性が高いためだ。国内需要の回復には、輸出増加に伴う企業収益の持ち直しが不可欠と考える。足元の輸出減速の要因は欧米輸出の減少が主因であるため、それらが持ち直すことが必要条件となろう。また、海外需要に関しては、台湾、中国など「世界の工場」であるアジア向け輸出のウェイトが大きいものの、それらの動向も結局は最終消費地である米国、欧州の需要次第といった側面が大きい。新興諸国の内需は、以前に比べれば底堅さを増しているため、日本からの輸出をある程度下支えすることが出来ると思えるが、米欧景気の調整が深刻なものとなれば大きな影響を被らざるを得ない。

その米国景気については減速基調が続くものの、大幅な調整は回避される見込みであり、来年前半には徐々に明るさが戻ってくると予想している。欧州景気についても、米国景気に連動して動く可能性が高い。このため、電子部品・デバイス工業の生産は来年春先にかけて在庫調整が続くものの、減産幅は軽微なものにとどまり、その後は次第に持ち直しへ向かう可能性が高いと考えている。

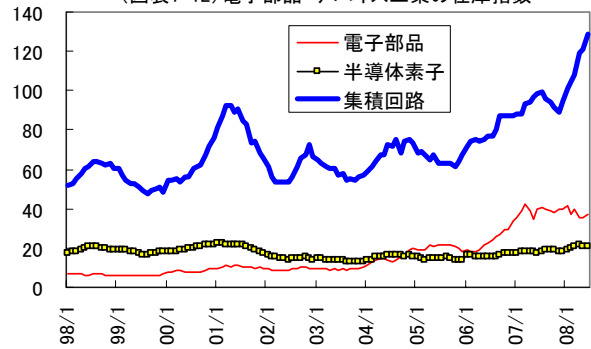
生産の先行きにとっては、鉱工業全体で見た在庫水準が過去と比べて低いことも明るい材料と言える。1990年以降で生産指数がピークをつけた時の在庫指数の水準を見てみると、生産指数の直近ピークとみられる2007年10-12月期は過去3回のピークと比較して生産指数の水準が最も高い一方、在庫指数の水準は最も低くなっている（図表1-13）。日銀短観の製商品在庫水準判断DI（全規模・全産業）をみても、足元の数値は過去と比べて低水準にとどまっており、企業は在庫過剰感をさほど感じていない。在庫調整圧力は鉱工業全体で見れば高くないと言えることから、今後の減産幅は過去の景気後退期と比べれば、限られたものにとどまりそうだ。

（6）コア CPI 上昇率は年度後半に徐々に鈍化

6月の全国コアCPI上昇率は前年同月比1.9%上昇と、エネルギー、及び生鮮食品を除く食料価格の上昇によってプラス幅が拡大した。なかでも、生鮮食品を除く食料価格の上昇ペースが加速している。4月に小麦価格が30%引き上げられたことで、穀物価格が上昇していることが一因だが、菓子類や外食など他品目でも価格の上昇傾向が鮮明になっている。

各種報道によると、8月以降もエネルギーや食品関連品目でいくつもの値上げが予定されている模様だ。加えて、相対的に安価な価格設定で需要を伸ばしてきたPB商品でも、原材料高で値上げせ

指数×ウェイト(図表1-12)電子部品・デバイス工業の在庫指数



(出所) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」より当社作成

(図表1-13) 生産ピーク時の在庫水準

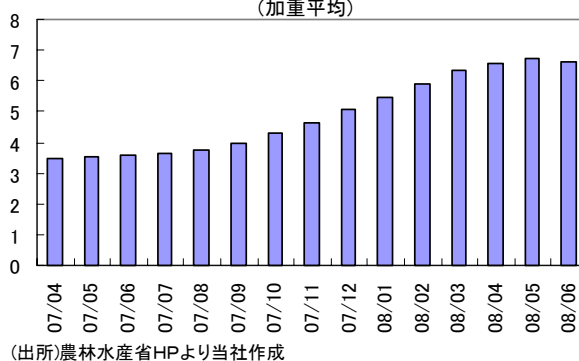
(05年=100)	生産指数 のピーク	その時の 在庫指数
90年度Q4	101.8	110.9
96年度Q4	101.5	113.0
00年度Q3	101.0	109.0
07年度Q3	109.2	105.5

(出所) 経済産業省「鉱工業生産・出荷・在庫指数」

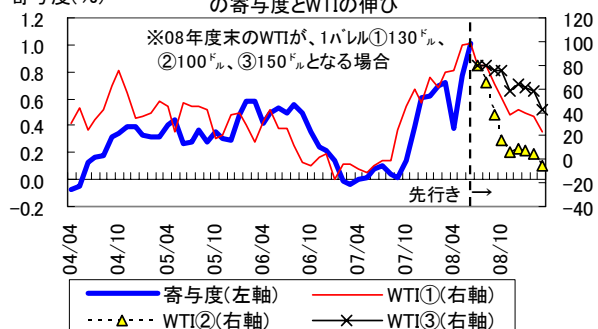
ざるを得ない状況にあるという。10月に売渡価格の改定が予定されている小麦価格が2割程度引き上げられる見込みであることも押し上げ材料となろう(図表1-14)。目先の同上昇率は2%台半ばまでプラス幅が拡大する可能性が高い。

しかし、年度後半以降はプラス幅が徐々に縮小する展開を予想する。確かに、エネルギーや食品では今後も値上げが予定されているため、価格水準は上昇することが見込まれる。ただ、これまでの上昇ピッチがあまりに急だったこと、今後は世界景気の減速を背景に商品需給が幾分緩和すると予想されることなどから、上昇ペース自体は今までに比べると鈍化する可能性が高い。例えば、WTIの伸びと、コアCPI上昇率に対するエネルギー4品目(電気、ガス、ガソリン、灯油)の寄与度は連動して動く傾向がみられるが(図表1-15)、今後、WTIが史上最高値である150ドル近辺まで上昇した場合でも、WTIの前年比は6月がピークになる。WTI価格の伸びとエネルギー分野の寄与度には1~2ヶ月程度のラグがあることを考慮すれば、年度後半にはエネルギー価格の押し上げ効果は縮小に転じる可能性が高い。生鮮食品を除く食料に関しても同様であり、CRBの穀物サブインデックスの伸びは、今後同インデックスが史上最高値水準で推移し続けたとしても、6月がピークとなる。

万円/t (図表1-14)直近8ヶ月の輸入小麦札平均価格(加重平均)



前年比寄与度(%) (図表1-15)コアCPIに対するエネルギー価格の寄与度とWTIの伸び



(7) 金融政策の次の一手は2009年7-9月期の利上げ

以上のように、コアCPI上昇率は秋口にかけてプラス幅を拡大する可能性が高いものの、その後は緩やかに鈍化しよう。一般物価の基調部分については、物価上昇圧力が大きく高まる展開は見込みにくい。国内景気は減速基調が続いているが、需要が伴わない状況下での値上げは持続性に乏しいと考えられるためだ。現に、各種アンケート調査の結果をみると、食品価格の値上げによって購入点数が減少したり、相対的に安価な商品に需要がシフトしたりしているといった話が聞かれる。

このため、日銀の金融政策は当面据え置きが続くと予想する。コアCPI上昇率は、日銀が示す「物価安定の理解」のレンジ上限である2%を一旦超えて推移する可能性が高いが、白川総裁が述べているとおり、エネルギーや食品価格の上昇はインフレリスクというよりも、むしろ景気下押しリスクとしての性格が強いと考えられる。景気の減速基調が続く中で企業収益は悪化傾向にあることから、当面、セカンド・ラウンド・エフェクト(二次的な効果)を懸念する必要はない。

目先の国内景気は低成長が続くとみられることから、政策金利は当面据え置きが続こう。次の一手は、国内景気が底入れし、回復基調が次第に速まり始めるとみられる2009年7-9月期の利上げと予想する。同年度後半には、景気回復を背景にもう一度追加利上げが実施されるとみており、2009年度末のコールレートは1.00%に達しよう。

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、サブプライム問題による住宅市場の回復の遅れや金融機関の損失拡大懸念、エネルギー・食品価格の上昇などから、減速基調が続いている。しかし、減税効果や新興国向け輸出などに支えられて大幅な減速は避けられ、2009年の春先以降は堅調な景気拡大ペースを取り戻すと予想する。

個人消費は、金融市場の混乱や住宅市場の低迷に加え、原油や食品価格の上昇による実質購買力の低下、雇用環境の悪化などが下押し要因となっているが、一方で戻し減税による押し上げ効果も見られる。減税効果は秋口以降剥落するとみられるものの、金融市場の落ち着きや住宅市場の底打ちも予想されることから、個人消費の拡大ペースは2009年の春先以降徐々に速まろう。

住宅市場では、貸出基準厳格化や物件差し押さえなどが回復の遅れに繋がっている。減速基調は今しばらく続きそうだが、人口増加社会での実需は底堅く、割高感が薄れるとともに販売や着工は上向いていくと考えられ、年末以降は底打ちに向かう可能性があるとみている。

設備投資は、企業が景気の先行き不透明感から慎重姿勢を維持しているため、弱めの推移が続くと見込まれる。ただし、新興国向け輸出に伴う需要が堅調なことや、企業が過剰設備や過剰在庫を抱えていないことなどから、底堅さは維持されよう。

景気減速基調が続くうちは、賃金の伸びも抑制され、需給ギャップ面からコアインフレが加速する展開は考えにくい。FRBはインフレと景気下振れリスクの両にらみで、しばらくは様子見姿勢を続けるが、景気回復が明確となり始める来年の3月頃には利上げに転じると予想する。

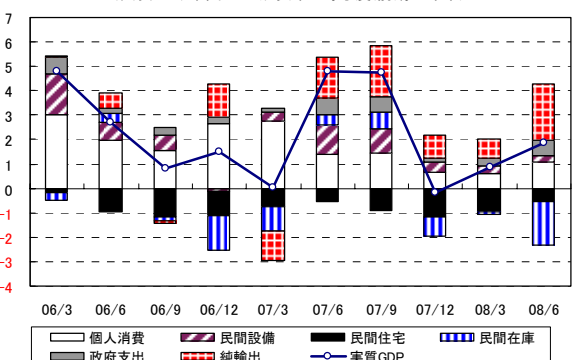
(図表2-1) 米国実質GDP

前期比年率	暦年ベース			2007年				2008年				2009年			
	2007年	2008年	2009年	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12			
実質GDP	2.0%	1.7%	1.7%	-0.2%	0.9%	1.9%	1.6%	0.6%	1.5%	2.2%	2.5%	2.7%			
個人消費支出	2.8%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	1.5%	0.8%	-0.2%	0.6%	1.6%	2.0%	2.2%			
民間住宅投資	-17.9%	-19.6%	-3.1%	-27.0%	-25.0%	-15.6%	-10.3%	-6.8%	0.4%	1.1%	1.7%	2.3%			
民間設備投資	4.9%	3.7%	3.2%	3.4%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	3.2%	4.0%	4.6%	5.0%			
民間在庫(寄与度)	-0.4%	-0.4%	0.0%	-0.8%	-0.1%	-1.8%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			
純輸出(寄与度)	0.6%	1.3%	0.4%	0.9%	0.8%	2.3%	0.5%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%			
輸出	8.4%	7.9%	4.8%	4.4%	5.1%	9.2%	5.3%	2.8%	4.3%	5.2%	5.4%	5.6%			
輸入	2.2%	-1.7%	1.2%	-2.3%	-0.8%	-6.6%	1.0%	-0.3%	1.7%	2.8%	3.5%	3.7%			
政府支出	2.1%	2.3%	1.6%	0.8%	1.9%	3.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%			
内需(寄与度)	1.6%	0.5%	1.3%	-0.8%	0.2%	-0.4%	1.1%	0.2%	1.2%	2.0%	2.4%	2.6%			
最終需要(寄与度)	2.0%	0.9%	1.3%	0.1%	0.3%	1.4%	0.8%	0.2%	1.1%	1.9%	2.3%	2.5%			

(1) 堅調な景気拡大ペースは来年春先以降

4-6月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率+1.9%と、1-3月期の同+0.9%から伸びが高まったが、一部で期待されていたような2%台には届かなかった(図表2-2)。個人消費は同+1.5%と、減税効果に押し上げられたものの、ガソリンや食品の価格上昇の影響で、やや期待外れの結果となった。設備投資は同+2.3%と伸びはやや低めだが、底堅い印象を受ける。住宅投資は同▲15.6%と、引

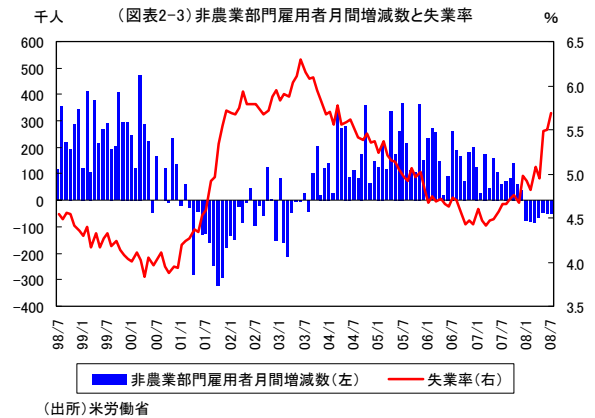
(図表2-2) 米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)



(出所)米商務省

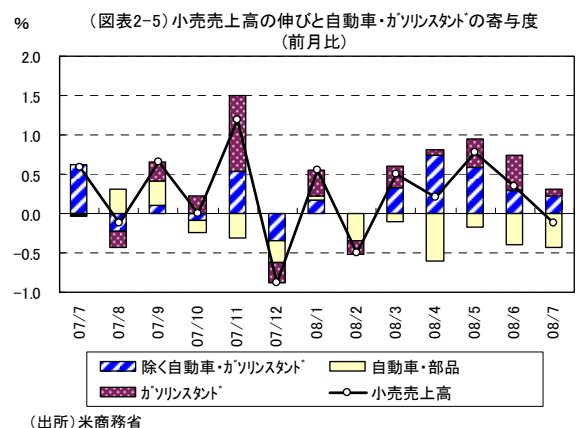
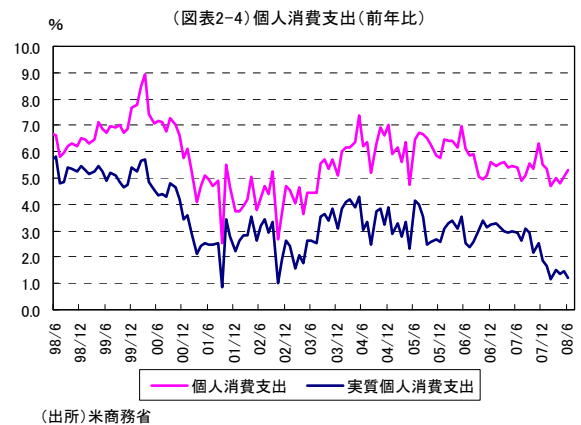
き続き 2 桁の減少となったが、マイナス幅は前期から大幅に縮小した。輸出の加速と輸入の減少により、純輸出の寄与度は+2.4%と、最大の押し上げ要因となったが、逆に在庫投資の寄与度は▲1.9%と、最大の押し下げ要因となった。

米国経済は、サブプライム問題による住宅市場の回復の遅れや金融機関の損失拡大懸念、エネルギー・食品価格の上昇などから減速基調が続いている。簡便な景気後退の定義である 2 四半期連続のマイナス成長は免れたとしても、NBER（全米経済研究所）が正式な判定に用いる鉱工業生産、雇用、実質所得、卸売・小売売上高といった月次の指標は、減税効果を除けば基調として弱いことから、後々定義上の景気後退と判定される可能性は残る。ただし、過去の景気後退局面に比べれば、雇用者数の減少幅は小さく（図表 2-3）、企業は過剰設備や過剰在庫も抱えていない。減税効果や新興国向け輸出などに支えられて大幅な減速は避けられ、これまでの金融緩和効果や信用収縮懸念の後退、住宅市場の底打ちなどにより、2009 年の春先以降は堅調な景気拡大ペースを取り戻すとみている。



(2) 個人消費への減税効果も秋口には剥落

GDP 全体の約 7 割を占める個人消費については、4 月以降、合計 1,067 億ドルにおよぶ戻し減税による押し上げ効果が見られるが、ガソリンや食品の価格上昇の影響で、実質ベースでは力強さに欠ける（図表 2-4）。価格上昇が家計を圧迫する中、支出先としては生活必需品が中心となっているようだ。現在、小売売上高の一番の押し下げ要因は自動車販売で、ガソリン高、住宅市場の低迷、自動車ローン貸出基準の厳格化、買い替えサイクルの長期化などが重なり、昨年の秋口以降減少傾向が続いている（図表 2-5）。住宅市場低迷の影響を受けた家具、家電、建材も不振だ。百貨店売上は税還付が始まった 4 月以降は増加傾向を維持しているものの、メーシーズや JC ペニーといった中間層クラスの百貨店は冴えない。一方でウォルマートやコストコの売上は堅調というように、低所得層のみならず、中間所得層も生活必需品や低価格品を求めてディスカウントストアへシフトする動きが目立っている。



足元では、金融市場の混乱や住宅市場の低迷に加え、エネルギー・食品価格の上昇による実質購買力の低下、雇用環境の悪化などが個人消費の下押し要因となっている。景気の先行き不透明感が漂う中、原材料コストの上昇もあって、企業は引き続き雇用に関して慎重姿勢である。月次の雇用者数の減少幅はそれほど大きくはないが、最近是非自発的パートタイマー（フルタイム労働を希望しながら、やむなくパートタイムの職に就いている

者)の比率が高まっていることもあって、賃金の伸びは抑制されている。したがって、雇用面からの消費押し上げにはしばらく期待できそうもない。

2001年と2003年に実施された戻し減税の例では、税還付直後は総額の2-3割でも、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。今回一旦貯蓄に回った中からも、後々消費に向かう分が見込まれるため、7-9月期にも引き続き押し上げ効果は見られると予想する。減税効果は秋口以降剥落してくるとみられるものの、景気下押し圧力が最も強いと考えられる時期の下支えとしては一定の役割を果たしそうだ。

2009年には、信用収縮懸念は後退、今回の景気低迷の大本である住宅市場も底打ちから回復に転じると見込まれることから、企業および家計のセンチメントは好転し、個人消費の拡大ペースは徐々に速まっていくものと予想する。

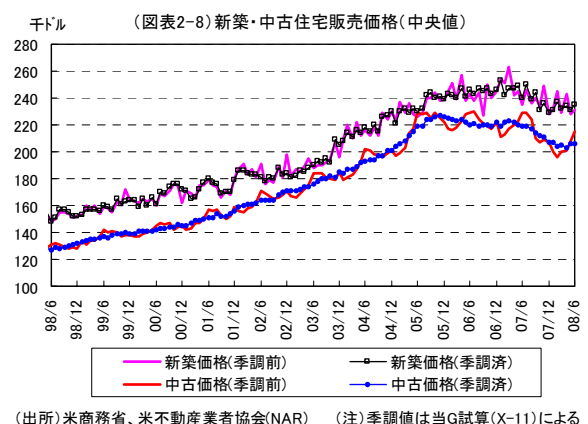
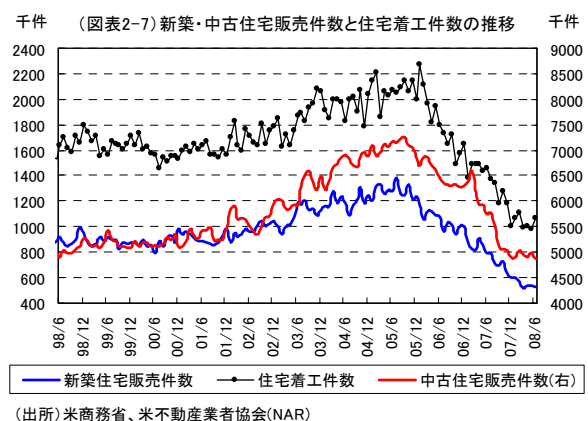
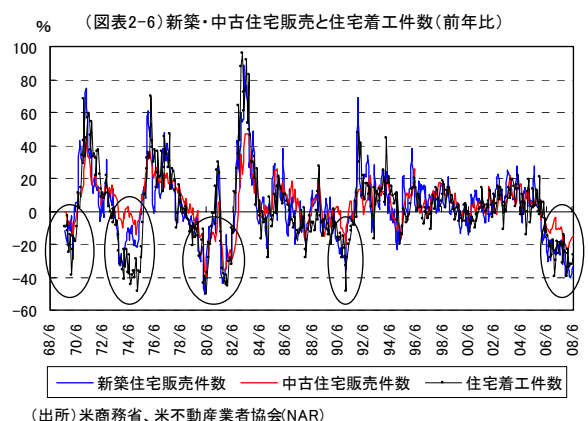
(3) 低迷する住宅市場も年末以降底打ちへ

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さえなどの影響が回復の遅れに繋がっている。減速基調は今しばらく続きそうだ。

ただし、次第に底打ちに向かう兆しも見え始めている。新築・中古住宅販売と住宅着工件数の前年比は、過去40年間で何度か見られた大底水準に近づきつつあり(図表2-6)、足元の販売と着工の減少ペースは和らいできている(図表2-7)。

販売に対する在庫比率は、新築・中古とも10-11ヶ月分と依然高水準で、特に中古市場では、サブプライム物件の差し押さえなどによる供給圧力が大きいため、在庫件数が減少しづらい状況となっている。しかし、新築の在庫件数は、供給元である住宅着工が抑制されているため、2006年7月をピークに減少傾向が続いており、前年比ベースでは過去の大底水準に達しつつある。

販売が上向くためには、住宅販売価格の割高感が薄れることも必要と考えられる。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。住宅取得能力指数(中間的な所得層が中古住宅を頭金20%と30年固定金利の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)をみると、価格の低下、金利の低下、所得の増加が重なって、既に住宅ブーム前の割安水準まで戻っている。新築・中古の住宅販売価格は、横ばいから上昇をうかがう展開となってきた(図表2-8)。全米20都市の住宅価格を示すS&P/ケースシラー住宅価格指数は、ブーム期における価格上昇が著しかった東西沿岸部の大都



市などでは、反動でいまだに低下傾向が続いているが、内陸部などの一部の都市では、前月比で横ばいもしくは上昇に転じるところも出てきている。

サブプライムローンの初期優遇期間のリセット件数は、年後半にはピークアウトに向かう見込みであるが、加えて、政府による住宅ローンの差し押さえ抑制や借り換え支援に関する法案が可決されたことも、ある程度の下支え要因となろう。また、ファニーメイとフレディーマックに対する緊急融資枠および公的資本注入検討といった矢継ぎ早な支援策も同時に可決された。対策が実際に発動されるかは分からないものの、暗黙の政府保証がより明確化されたという一定の安心材料にはなりそうだ。もっとも、地銀に対する経営不安などが次なるリスク要因として燻っており、信用市場の霧が晴れるまでにはまだ時間がかかろう。

足元では価格低下を睨んだ買い控えも見られるが、人口増加社会の米国では、基本的に住宅の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、V字回復とまではいかないにしても、減少傾向には歯止めがかかろう。住宅市場は年末から年明けにかけて底打ちに向かう可能性があるともみている。

(4) 設備投資は弱めの推移も底堅さは維持

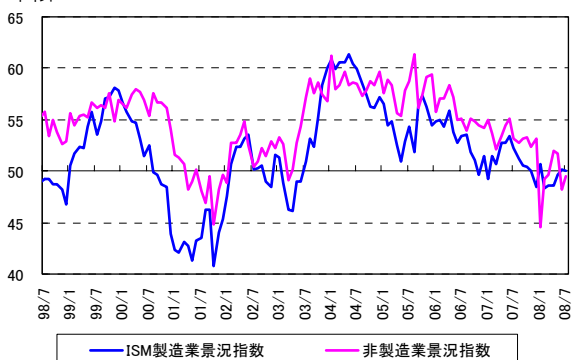
企業マインドを表す ISM 製造業および非製造業景況指数は、昨年末から今年の前半にかけて、活動の拡大と縮小の境目とされる 50 ポイントを下回る状態が続いたが、2001 年の景気後退局面のレベルまでは悪化しなかった (図表 2-9)。ここから V 字型に回復する展開も考えにくいものの、現時点で 50 ポイント近辺の水準を維持していることは、景気減速が深いものにならないことを示唆している。

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) も、2001 年の景気後退期のような大幅な落ち込みには至らず、このところ逆に持ち直しの動きが見られる (図表 2-10)。オフィスや商業施設など非住宅部門の建設支出も、やや伸びが鈍化しながらも堅調なレベルを維持している。

また、企業は在庫積み増しには慎重姿勢を維持しており、売上に対する在庫水準は歴史的な低水準にある (図表 2-11)。過去の景気後退局面のように過剰在庫が積み上がっていないことは、景気が回復に転じたときに、早目に生産が拡大に向かう可能性を示唆している。設備稼働率はやや低下したものの、依然 80% 近い高水準を維持している。企業が過剰設備を抱えているわけでもない。

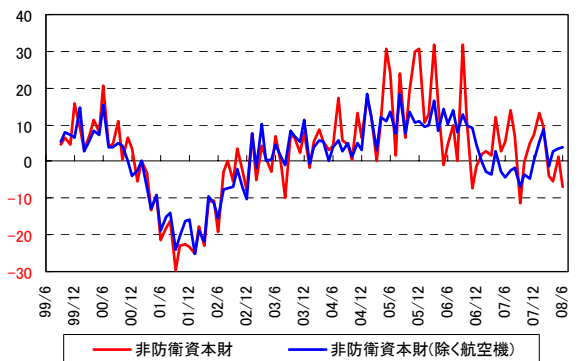
景気の先行き不透明感から企業が慎重姿勢を維持しているため、目先の設備投資需要はやや弱めの推移が続くと見込まれる。ただし、新興国向け輸出に

(図表2-9) ISM製造業景況指数と非製造業景況指数



(出所)米サプライマネジメント協会

(図表2-10) 非防衛資本財新規受注(前年比)



(出所)米商務省

(図表2-11) 企業売上高在庫比率



(出所)米商務省

伴う投資需要が堅調なこともあり、底堅さは維持されよう。

(5) 堅調な輸出が景気下支え役に

2006年の秋口以降、輸入の伸びが鈍化する一方、輸出の伸びは堅調さを維持しており、輸出の伸びが輸入の伸びを上回る状態が続いている(図表2-12)。また、ISM製造業景況指数を見ると、新規受注指数が50ポイントを下回ったレベルにある反面、輸出受注指数は50ポイント台半ばと、両者の間にやや乖離が見られる(図表2-13)。

米国からの1-6月累計輸出における最近の大きな特徴は、とうもろこしや大豆、小麦といった穀物と、石油・化学製品など、需給が逼迫して価格が上昇している品目の対前年増加率が非常に高いことだ(図表2-14)。原油や穀物などの国際商品に対する旺盛な需要は、需給逼迫からの価格高騰によってインフレ懸念をもたらす一方、輸出数量の増加を通じて、米国景気を下支えしている。

輸出先としては、新興国向けの伸びが目立つが、中でもロシア、中南米諸国(ブラジルやチリ)、OPEC産油国といった資源純輸出国向けの対前年増加率が、軒並み30-70%といった高い伸びを示している。今後、投機マネーの剥落で資源価格が調整する局面も想定されるが、世界的に資源需給が逼迫気味な状況は続くと考えられ、当面、資源純輸出国の経済成長率は高水準で推移するとみられる。

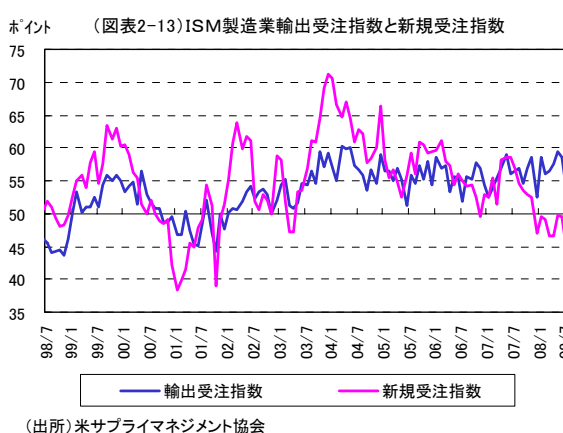
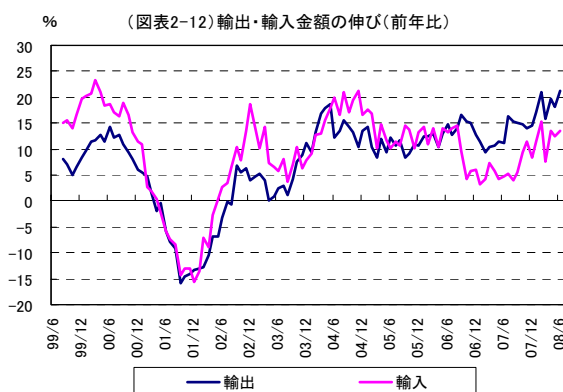
近年の新興国は、世界の工場として成長してきた傍ら、生活水準の向上、生活様式の欧米化、食文化の多様化といった現象が見られ、また、社会インフラ整備、モータリゼーシ

ョンの進展と同時に、新興国の内需自体に厚みが増してきている。図表2-14の対前年増加額で輸送機器が最も大きくなっているのも、航空機輸出が自動車に匹敵する増加額となっているため、例えばドバイのエミレーツ航空など新興国向け需要が急増していることによるものだ。

今後、先進国経済が減速する中でも、資源純輸出国向けを中心に新興国向け輸出はある程度堅調さを維持しよう。堅調な輸出は、戻し減税による消費押し上げ効果と合わせ、最も景気下押し圧力が強い時期の下支え要因になり続けるとみている。

(6) FRBはしばらく様子見後、来年3月に利上げ

8月5日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)において、FFレートの誘導目標は市場予想通り2.0%で据え置かれた(図表2-15)。6月に続いて2回連続の据え置きとなる。



(図表2-14) 米国輸出の品目別内訳 (百万ドル、%、季調無)

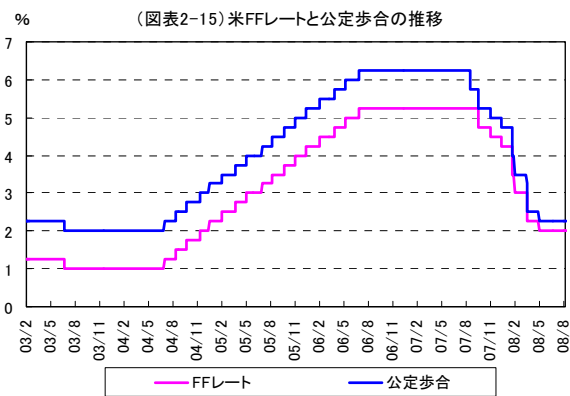
	2008/1-6 累計	対前年同期 増減	増減率
Total	661,571	101,532	18.1
Food and live animals	41,393	12,772	44.6
Beverages and tobacco	2,582	131	5.3
Crude materials, inedible except fuels	39,167	10,551	36.9
Mineral fuels, lubricants and related materials	37,268	19,025	104.3
Animal and vegetable oils, fats and waxes	2,364	1,228	108.2
Chemicals and related products, n.e.s.	88,001	12,111	16.0
Manufactured goods classified chiefly by material	55,127	6,819	14.1
Machinery and transport equipment	245,431	20,215	9.0
Miscellaneous manufactured articles	55,847	2,504	4.7
Others	29,287	7,464	34.2

(出所)米商務省データより当G作成

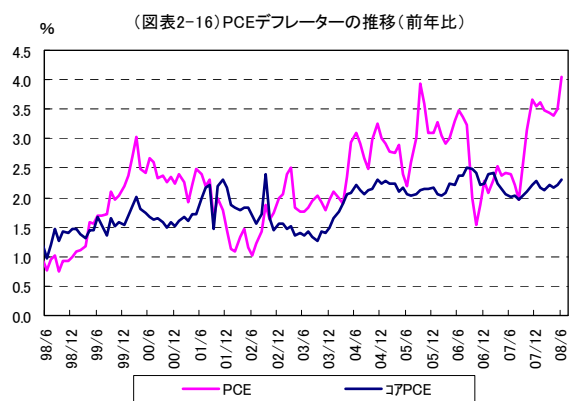
会合後の声明文で、リスクバランスに関する部分を前回と比較してみると、「経済成長の下振れリスクは残るものの、幾分か縮小した模様であり、インフレとインフレ期待の上振れリスクは拡大した」となっていたものが、「経済成長の下振れリスクは残るものの、インフレの上振れリスクもまた、委員会にとって重大な懸念である」へと変更されている。前回ややインフレ警戒方向に傾いていたリスクバランスは、ほぼ中立に戻されたといえよう。

FRB は、景気下振れリスクを注視する一方、エネルギー・食品価格の上昇が人々のインフレ期待を高め、コアインフレや賃金の上昇に結びつくことを強く警戒している。PCE デフレーターの前年比は、エネルギー・食品価格の上昇を主因に上振れている。FRB が注視しているコア PCE デフレーター（エネルギー・食品を除く）の伸びは、レンジ内の動きではあるものの、FRB が目安とする 1-2% の上限を上回っている（図表 2-16）。日用品などの一部では、原材料価格上昇からの価格転嫁が見られるようになってきた。

景気減速基調が続くうちは、賃金の伸びも抑制され、需給ギャップ面からコアインフレが加速する展開は考えにくい。FRB はインフレと景気下振れリスクの両にらみで、しばらくは様子見姿勢を続けるが、景気回復が明確となり始める来年の 3 月頃には利上げに転じると予想する。



(出所)ファクトセット



(出所)米商務省

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、減速基調が鮮明になってきている。主要国別では、イタリア・スペインの悪化傾向が続いているほか、フランスは足踏み状態から減速に転じ、牽引役だったドイツも減速してきている。当面はインフレ率が高水準で推移すると予想されるため、ECBが利下げを行うのは難しいことから、景気の停滞が長引く可能性が高い。しかし、金融不安が今後次第に解消に向かうと予想されることや、米国景気の持ち直しを受け、来年半ば以降は、徐々に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・食品価格の高騰などの影響で、減速基調が続こう。改善傾向が続いていた失業率も、ここにきて足踏み状態となっており、個人消費の回復は来年後半まで後ずれする可能性が高い。

設備投資は、域外景気の減速による企業収益悪化の影響などから、拡大ペースが鈍化している。製造業受注などの先行指標が総じて弱含んでいることから、当面低調な推移となる可能性が高い。ただし、米国景気の持ち直しを受け、来年半ばには底堅さを取り戻すとみている。

ECBは景気下支えよりもインフレ警戒を優先し、7月に25bpの利上げを行ったが、今後しばらくは様子見姿勢を維持すると予想する。

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(08/6期は合計のみ実績)

(前期比)	暦年ベース			2007年				2008年				2009年			
	2007年	2008年	2009年	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12			
ユーロ圏GDP	2.7%	1.4%	1.2%	0.4%	0.7%	-0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.7%	0.8%			
家計消費	1.6%	0.3%	0.6%	-0.1%	0.2%	-0.4%	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.4%	0.6%			
政府消費	2.3%	1.5%	1.6%	0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%			
固定投資	4.4%	2.5%	1.4%	1.1%	1.6%	-0.6%	0.1%	0.3%	0.1%	0.4%	1.0%	1.1%			
純輸出(寄与度)	0.4%	0.2%	0.2%	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%			

英国実質GDP

(前期比)	暦年ベース			2007年				2008年				2009年			
	2007年	2008年	2009年	07/12	08/3	08/6	08/9	08/12	09/3	09/6	09/9	09/12			
英国GDP	3.1%	1.5%	1.3%	0.6%	0.3%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%			

(1) ユーロ圏景気は減速が鮮明に

4-6月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.2%減と、ユーロ導入後初のマイナス成長となった(図表3-1)。需要項目別の内訳は9月3日の発表となるが、1-3月期の牽引役だった設備投資は反動減となり、個人消費も低調だったと予想される。比較的堅調な拡大ペースを維持していたユーロ圏経済だが、原油・食品価格の高騰やユーロ高、金融不安、米国景気減速、過去2年間の利上げの累積的効果などが重なり、徐々に減速基調が鮮明になってきた。当面はインフレ率が高水準で推移すると予想されるため、ECB(欧州中央銀行)が利下げを行うのは難しいことから、景気の停滞が長引く可能性が高い。しかし、金融不安が今後次第に解消に向かうと予想されることや、米国景気の持ち直しを受け、来年半ば以降は徐々に堅調な拡大ペースを取り戻そう。

ユーロ圏の個人消費は減速基調が続いている。小売売上高は振れを伴いながら悪化が続いており、消費者信頼感指数は、金融不安や原油・食品価格の高騰などから、昨年の夏場以降、悪化の一途をたどっている(図表3-2)。製造業をはじめとした労働力不足感の高まりなどから、失業率の改善傾向が続いていたが、ここにきて足踏み状態となっており、主要国別では、スペインのように既に

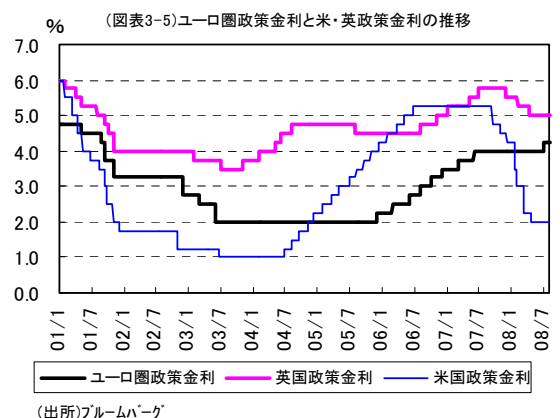
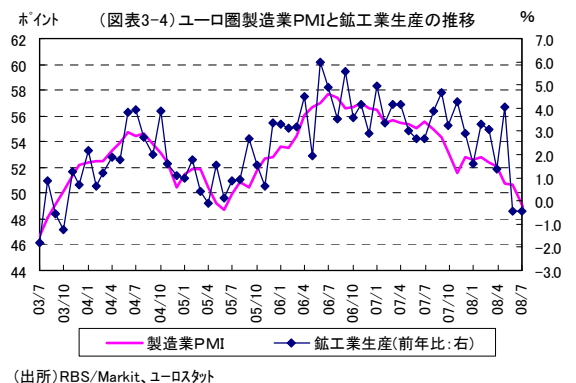
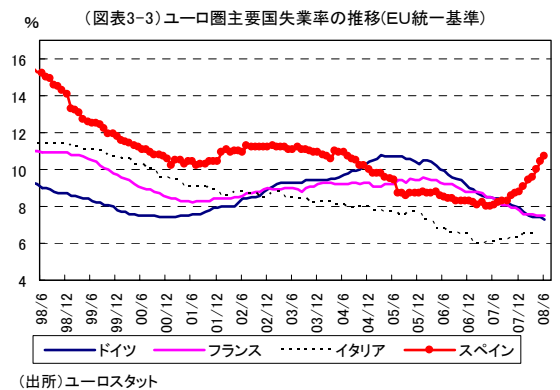
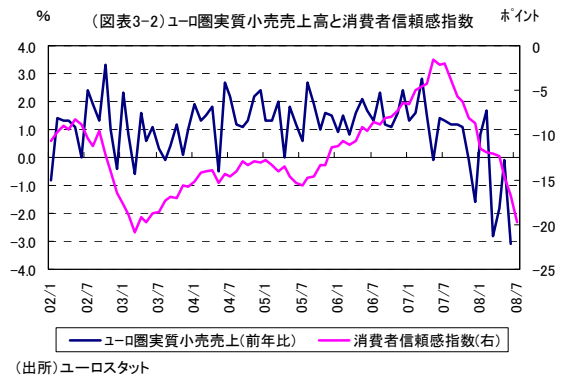
失業率が急上昇に転じている国もある（図表3-3）。業績の悪化を理由に個別企業からもリストラの発表が目立つようになってきており、今後は失業率の上昇が予想される。個人消費の回復は、外需の下支えによって企業業績が堅調さを取り戻し、雇用環境が再び改善に向かうと見込まれる来年後半まで後ずれする可能性が高い。

設備投資は、米・英景気減速などの影響を受け、拡大ペースが鈍化している。先行指標であるユーロ圏製造業受注は、3月と5月に前年比でマイナスにまで落ち込むなど、減速基調が鮮明になってきている。同じく先行指標であるユーロ圏製造業PMIは、2006年半ばをピークに低下傾向が続き、拡大と縮小の境目とされる50ポイントを2ヶ月連続で割り込んでいる（図表3-4）。また、鉱工業生産が前年比でマイナスになるなど、生産活動も減速している。実体面、マインド面いずれも弱含んでいることから、当面の設備投資は低調に推移する可能性が高い。ただし、米国景気の持ち直しを受けた外需の復調により、来年半ばには底堅さを取り戻すとみている。

主要国別に見ると、ドイツは新興国向けの資本財輸出が好調で、ユーロ圏の中では相対的に堅調だったが、企業マインドを表すIfo景況感指数が7月に大きく低下するなど、景気の弱まりを示す指標が増えており、ドイツ景気は今後減速の度合いを一段と強める可能性が高い。フランスは新興国からのエアバスの大型受注などドイツ同様外需に支えられ、金融不安が表面化した昨年夏場以降の停滞から今年初めには持ち直す動きが見られた。しかし、牽引役の個人消費は悪化傾向が続いており、消費者信頼感指数が過去最低を更新するなど足元では再び減速基調に転じている。イタリアは主要産出品目がアパレルなどの低付加価値品のため、アジアなどの低価格品と競合しやすい。また、ドイツ企業などに比べるとコスト削減への対応が遅れがちで、ユーロ高に対して脆弱な体質という弱点がある。スペインは住宅バブルの崩壊で景気悪化が深刻だ。スペインでは就業者に占める建設・不動産関連の割合が高く、雇用環境の悪化が消費減速につながっている。

（2）ECBは政策金利を年内据え置くと予想

ECBは7月の理事会で政策金利を25bp引き上げ、4.25%にすることを決定した（図表3-5）。ECBが利上げを決断した背景には、インフレ率の大幅な上昇がある。エネルギー・食品価格の高騰により、7月のCPIは前年比4.0%と2ヶ月連続でユーロ導入後で最大の上昇率となった（図表3-6）。ECBは物価安定の目安を



「2%未満かつ2%に近い水準」としており、現状のインフレ率は明らかに許容範囲を超えている。ただ、エネルギーや食品価格の高騰は国外要因が大きく、利上げによる価格抑制効果はあまり期待できない。トリシェ総裁によると、7月の利上げは人々のインフレ期待を抑え、インフレの二次的波及を防ぐのが目的とのことだ。今のところはエネルギー・食品を除くコアCPIへの波及は見られない。ただ、今秋にはドイツ最大の労組であるIGメタルの労使交渉が控えている。欧州では、賃金と物価が連動する賃金契約が伝統的に多いため、一層の賃金上昇圧力の高まりをECBは警戒している。

インフレ率が高まる一方、景気は減速が鮮明になってきている。トリシェ総裁が8月の理事会後の記者会見で景気減速に言及したように、これまで景気は堅調と判断してきたECBも景気減速を認めざるを得ない状況にある。当Gでは、景気減速によってインフレ期待が抑制され、二次的波及のリスクが低下すると予想されることから、ECBは政策金利をしばらく据え置くと予想する。

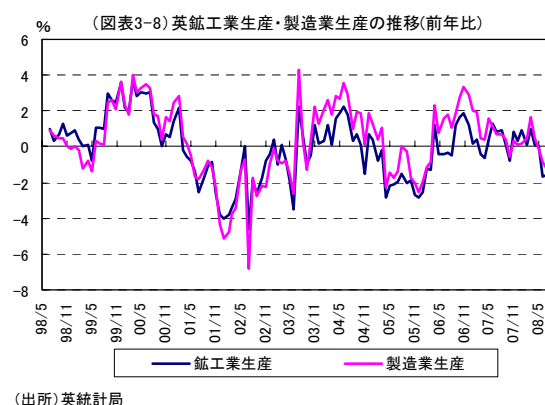
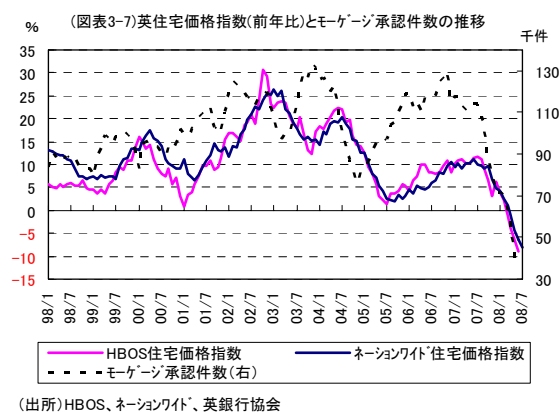
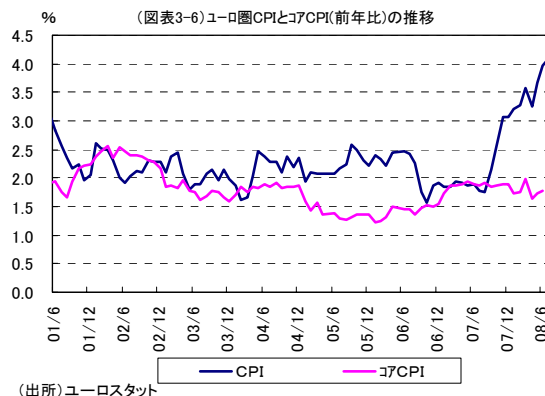
(3) 英国景気は減速基調が強まる

英国経済は、4-6月期実質GDP成長率が前期比0.2%と、2005年1-3月期以来の低成長となった。昨年までは堅調な拡大ペースが続いていたが、住宅市場の減速や金融不安を背景に、景気は減速基調を強めている。

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は低下が止まらず、モーゲージ承認件数も統計開始以来の最低値更新が続いている(図表3-7)。住宅価格の調整は今しばらく続くと考えられ、資産効果のさらなる弱まりが予想されることから、個人消費は減速基調が続こう。

製造業の生産活動は横ばい状態が続いていたが、足元では弱含んでいる(図表3-8)。米国やユーロ圏の景気減速に加え、金融市場混乱の影響から、今後も弱含みの推移が続くと思われる。金融・サービス業のウェイトが大きい英国では、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面がある。ただ、金融不安が次第に解消に向かえば、家計や企業のマインドは持ち直すと予想され、来年後半には個人消費、設備投資ともに回復に向かおう。

BOE(イングランド銀行)は4月までに計3回75bpの利下げを行い、政策金利を5.00%とした。一方、7月のCPIは前年比4.4%と大きく伸び、インフレ目標値である2%の上下1%以内という誘導範囲を大幅に上回っている。景気は減速基調にあるものの、強いインフレ圧力から、BOEは当面政策金利を据え置かざるを得ないと予想する。ただし、原油・穀物価格が調整色を強めていることなどから、インフレ圧力が徐々に弱まり、2009年前半には計2回50bpの利下げを行うとみる。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国の4-6月期の実質GDP成長率は前年同期比10.1%増と、4四半期連続の伸び鈍化となった。2008年後半から2009年前半にかけても、景気は緩やかな減速基調が続く可能性が高い。米国景気減速、および人民元高の影響により、外需の鈍化傾向の持続が見込まれること、北京オリンピック関連需要が剥落に向かうと考えられること、高水準のインフレ率が家計の実質購買力の減殺につながる構図が当面続くとみられること、株価が早期にV字型の上昇トレンドに復帰する姿が想像しにくいことなどがその理由。ただ、1兆元に及ぶと言われる四川大地震の復興支援や、政府がこれまでの引き締め政策を緩和しつつあることなどが、一定の景気下支え要因となろう。2009年後半は、米国経済の持ち直しが外需の回復に寄与すると考えられ、再度上向き展開を予想する。

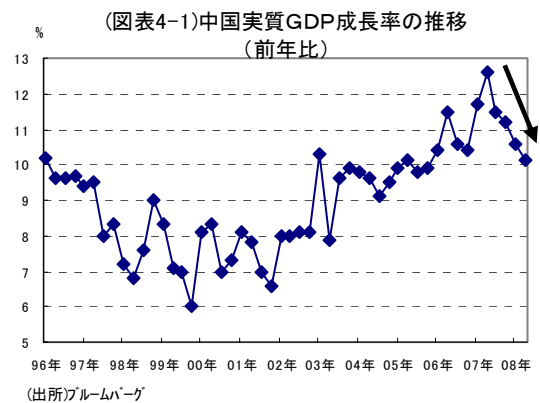
(1) 景気減速の兆しが見え始める

中国の4-6月期実質GDP成長率は、前年同期比10.1%増となった(図表4-1)。これで4期連続の伸び鈍化となる。北京五輪を控え、一時的な操業停止や協調減産といった動きが見られたことや、輸出付加価値税の還付率引き下げ前の駆け込みで前年4-6月期の輸出の伸びが高めだったという特殊要因もあるが、これまでの厳しい引き締め政策の効果などから、徐々に景気減速の兆しが見えてきたのは確かなようだ。

今後、2008年後半から2009年前半にかけても、景気は緩やかな減速基調が続く可能性が高い。米国景気減速および人民元高の影響で、外需の鈍化傾向の持続が見込まれること、北京オリンピック関連需要が剥落に向かうとみられること、高水準のインフレ率が家計の実質購買力の減殺につながる構図が当面続くと考えられること、株価が早期にV字型の上昇トレンドに復帰する姿が想像しにくいことなどがその理由である。ただし、政府は既に、マクロ経済の目標を「景気過熱の防止」から、「安定的な発展の維持」へと軌道修正している。これに伴い、今後は引き締め政策の緩和が見込まれることや、1兆元に及ぶと言われる四川大地震の復興支援が進むことなどが、一定の景気下支えとなる。2009年後半は、米国経済の持ち直しが外需の回復に寄与すると考えられ、景気は再度上向き展開を予想するが、2009年の実質GDP成長率は、出だしが弱いこともあって9.5%と7年ぶりに一桁台まで低下すると予想する(図表4-2)。

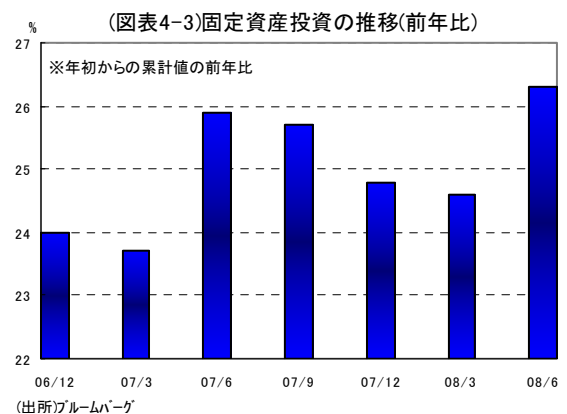
(2) 固定資産投資は緩やかに減速

2008年1-6月の全社会固定資産投資の伸びは、



(図表4-2)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	11.6	11.9	10.3	9.5



前年同期比 26.3%増となり、伸び率は1-3月の24.6%を1.7%ポイント上回った(図表4-3)。同統計は四半期ごとに年初からの累計値で発表されるが、昨年1-6月の同25.9%増以来、1年ぶりに伸びが加速したことになる。

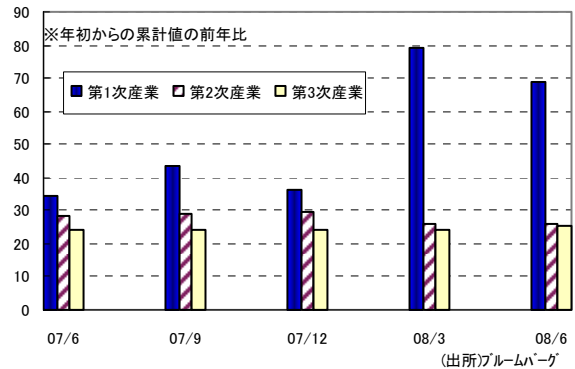
産業別では、第1次産業が同69.1%増、第2次産業が同26.0%増、第3次産業が同25.4%増で、第1次産業の伸びが突出している(図表4-4)。業種別では、石炭採掘関連業が前年同期比42.0%増、非金属鉱採掘関連業が同46.7%増といったところが大きい。

いわゆる「過熱業種」が多く含まれる第2次産業の伸びは相対的に落ち着いているが、投資需要が大きく冷え込む兆しはまだ見られない。

1-6月の都市部の固定資産投資は同25.9%増で、1-5月の同25.9%増と同じ伸びとなった(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)が、不動産バブル抑制の観点から注目されている同時期の不動産開発投資額は同33.5%増と、1-5月の同31.9%増から加速している。当局が過剰投資への警戒感を緩めるのは時期尚早と言えるが、沿海部の一部地域では不動産価格下落の兆候が現れていることから、今後の動向が注目される。

今後、2008年後半から2009年前半にかけては、米国景気の減速や、北京オリンピックの関連投資が一段落する影響などから、固定投資の伸びの鈍化傾向が続く展開を予想している。既に、1-6月の北京市の固定資産投資額は前年同期比14.9%増と、1-3月の24.8%増から大きく鈍化している。北京オリンピック関連の投資の多くが1-3月期中に終了した影響が出ているとのことで、こうした動きは今後も続くと考えられる。一方、四川大地震関連で1兆元に及ぶ復興支援策が予定されていることや、昨年来実施されてきた銀行融資規制の緩和に向けた動きが見られることなどは、投資の押し上げ要因となろう。2009年後半以降は、米国景気の持ち直しを受け、輸出企業を中心に関連投資の拡大が見込めるとみている。

(図表4-4)固定資産投資(産業別)の推移(前年比)

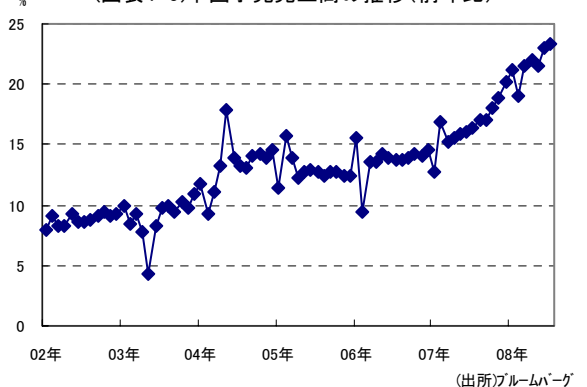


(3) 個人消費は基本的に堅調推移

7月の社会消費財小売総額は、前年比23.3%増と、2ヶ月連続で23%台の高い伸びとなった(図表4-5)。今年に入ってから、大雪の影響で減速した2月を除けば、20%以上の伸びが続いている。2008年1-7月累計では前年同期比21.7%増。価格上昇の影響で、石油・石油製品、穀物・食用油などの伸びが高いのが特徴だが、インフレ率を差し引いた実質ベースでも好調な推移が続いている。今年上半期は、雪害や地震などの自然災害に加え、メーデーの連休短縮などのマイナス要因があったにもかかわらず、影響は限定的だったようだ。名目ベースの伸び率だけ見れば、既に固定資産投資の伸びと大差ないレベルにまで上昇してきており、その意味では、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、緩やかではあるが着実に進んでいると言えそうである。

都市部、農村部別では、依然、都市部の伸びの方が大きく、伸び幅の差も拡大傾向にあるが、伸

(図表4-5)中国小売売上高の推移(前年比)



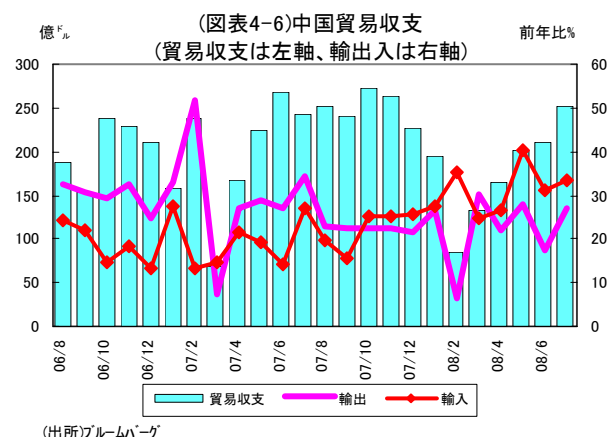
び自体は農村部も高く、全体として底上げが進んでいる。中国政府は、「三農」（農業、農村、農民）問題を2004年以降5年連続で政策の最優先課題と位置付けており、今後も農村部の所得の底上げが個人消費の下支えになると考えられる。また、政府当局は、農民の負担を軽減するための5項目からなる制度を今年中に策定するとしている。農産品価格の決定や、農民からの各種費用徴収に関し、情報公開制度を導入するなどの内容が含まれるとのことだ。

懸念材料は物価上昇による実質所得の伸び鈍化である。1-6月の都市部の可処分所得は14.4%増だが、実質ベースでは6.3%増にとどまる。07年1-6月の伸び率は実質ベースで14.2%だったことから、伸び幅は約8%ポイント縮小している。農村部の1人当たりの現金収入は19.8%増、実質ベースでは10.3%増で、実質ベースの伸びはやはり07年1-6月の同13.3%を下回る。いずれも物価上昇が消費者の実質購買力の低下につながっている様子を示している。足元の物価上昇率はやや鈍化傾向にあるものの、原油価格次第では再加速の可能性もあり、しばらくは予断を許さない状況が続こう。

株式市場が調整色を強めていることも一定の下押し圧力になると考えられるほか、今後は北京オリンピック終了による関連消費の落ち込みも予想される。個人消費はこれ以上の大幅な加速が見込みにくい状況にあるが、一方で中国の消費ブームは、高所得者層から中間所得者層へすそ野を広げてきた段階という、構造的なプラス要因もある。基本的には堅調な推移が続こう。

（４）外需は2009年前半にかけ減速

2008年7月の輸出額は前年同期比26.9%増、輸入額は同33.7%増となった。この結果、貿易黒字額は253億ドルとなり、黒字幅は5ヶ月連続の拡大となった(図表4-6)。6月の輸出の伸びが同17.6%と低かったのは、前年同月に輸出付加価値税の還付率引き下げ前の駆け込み需要が見られたという特殊要因もあったことから、輸出は依然、堅調に推移していると言える。ただ、今後については不透明感が強い。米国景気の減速基調が続いていることに加え、ここへきて、欧州景気の悪化傾向も目に見えて明らかになってきたためだ。人民元高も着実に進んでいることを考えると、2009年前半にかけて輸出の伸びは徐々に低下に向かう可能性が高い。一方、四川大地震の影響で、当面は1次産品を中心に輸入の高い伸びが続くとみられることから、目先の貿易黒字は反転縮小に向かうと予想する。



ただし、従来価格競争力が強みだった繊維産業などが元高の影響で苦境に陥っていることなどを受け、政府は繊維産業やアパレル産業の税還付率を11%から13%に引き上げる措置を8月から実施している。国内の生産力の大きさも考えると、貿易黒字の縮小トレンドが定着する可能性もまた低い。2009年後半には、米国景気の持ち直しとともに輸出が上向き、貿易黒字は再度拡大に向かう展開を予想する。

（５）物価高騰は徐々に終息へ

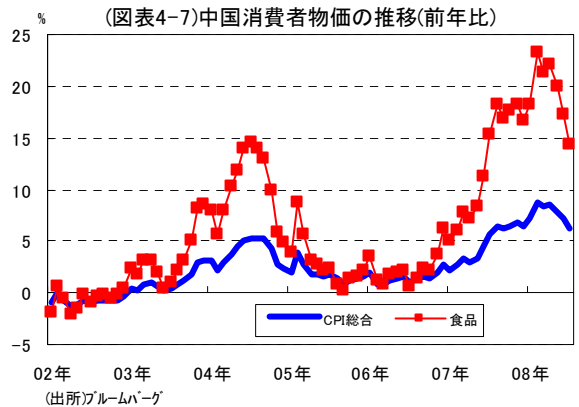
7月のCPI（消費者物価指数）の伸びは前年比6.3%と、6月の7.1%から0.8%ポイント低下、これで3ヶ月連続の伸び鈍化となった(図表4-7)。品目別では、食品価格の伸びが14.4%と、6月の17.3%から2.9%ポイント伸び幅が縮小したのが影響した。なかでも、高騰の主因だった豚肉価

格の伸び鈍化が大きい。7月の豚肉価格の伸びは前年比12.1%だが、6月は同30.4%、5月は同48.0%の伸びとなっていた。肉・肉製品全体での伸び率は同16.0%で、やはり6月の同27.3%から大きく低下している。

豚肉価格に関しては、比較対象となる前年の水準が高くなっていることが伸び鈍化の一因だが、一方で、昨年夏場以降実施されている補助金配布などの生産奨励策の効果も現れていると考えて良さそうだ。飼料となる穀物価格の世界的な需給逼迫が続いていることから、大きく下落に転じる展開も予想しにくい。伸びの鈍化傾向は今後も続く可能性が高い。

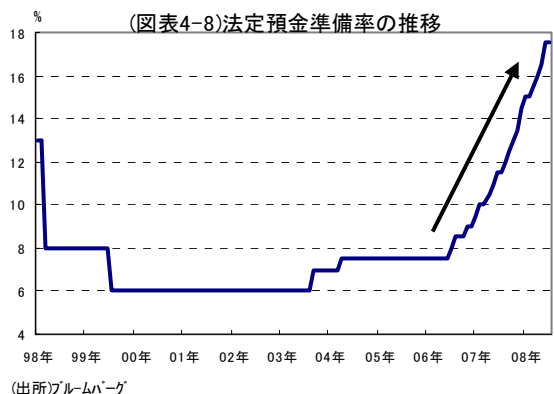
また、政府は、昨年12月から、小麦、コメ、トウモロコシ、大豆などの穀物とその加工製品計84品目に対する輸出付加価値税の還付を廃止し、国内供給量の増加を促す措置を講じている。年明け1月15日には、一部の食品や燃料の値上げを承認制とする「臨時価格干渉措置」を導入したことも、物価抑制に一定の効果あげている。

一方、四川大地震を受けて、建材価格の上昇傾向が続いていることや、当局が6月と7月にガソリン、ディーゼル油、航空燃料などの燃料油と電力の価格を引き上げたことなどは今後の物価の押し上げ要因となる。値上げの影響を受け、7月は、自動車燃料・部品価格の伸びが前月の12.9%から22.2%へと大きく上昇している点などは今後の懸念材料だ。ただ、景気の拡大ペースが鈍化に向かう中で、全体としては物価下落要因が上回ると考えている。CPIの伸びは今後年末にかけて徐々に鈍化に向かうと予想する。



(6) 金融引き締め局面は終盤

金融当局は2006年後半以降、積極的な引き締め政策に転じている。過去2年間間に、法定預金準備率は7.5%から17.5%まで10%も引き上げられた(図表4-8)。今年に入ってからの引き上げ幅も既に2.5%に達している。一方、預金・貸出基準金利については、2007年は6回の利上げを実施したものの、今年に入ってからはまだ一度も実施していない。これは「ホットマネー」の流入加速を警戒しているためと言われている。今後も利上げが行われる可能性は低い。インフレ懸念が払拭されたわけではないが、一方で、景気減速の兆しも徐々に現れつつあることから、政府は銀行融資規制を緩和する方針を示すなど、これまでの引き締め一辺倒の姿勢を転換させつつある。今年後半から来年にかけて、当局は様子見姿勢を続けると予想する。



(7) 2年間で15%以上の元高を予想

人民元は、6月18日には1ドル=6.81元台まで上昇した(図表4-9)。2005年7月に8.28元/ドルから8.11元/ドルへ切り上げてから、現在までの約3年間の上昇幅は21%に達しており、2008年だけでも上昇幅は6%を超えている。足元ではやや揺り戻しのような動きがみられるが、今後も当局は元高方

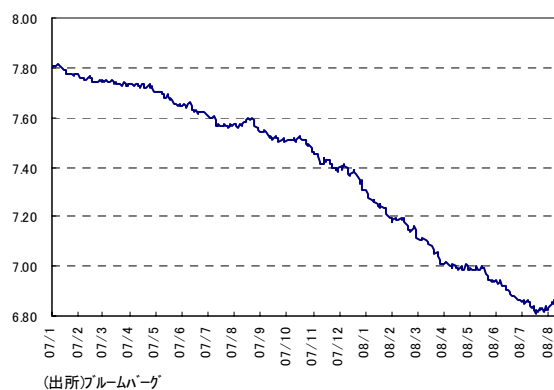
向への調整を緩やかに進めていく可能性が高い。

政府当局は、市場における元高圧力を緩和するため、常時人民元売り介入を余儀なくされているが、これ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つながっている。過去の為替介入と好調な輸出を反映し、外貨準備高は6月末時点で1兆8,000億ドルと、世界一の規模に膨れ上がっている(図表4-10)

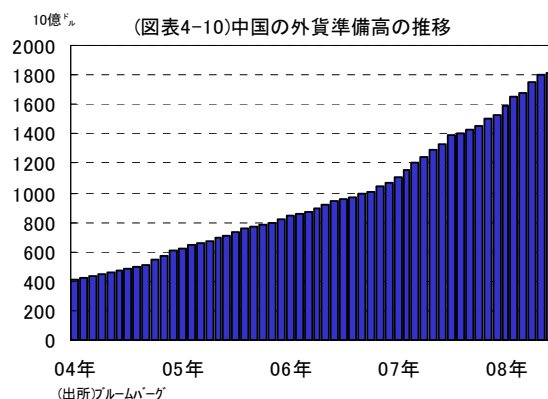
しかし、ここへきて、急速な人民元高が景気にもたらす弊害を指摘する声も目立ってきた。とりわけ、繊維、アパレル、玩具、靴など、価格競争力が命となる低付加価値の加工品分野の苦境が明らかとなっている。世界貿易機関(WTO)の調査によると、中国製品の2007年の国際市場価格は前年比5%上昇したとのことだ。こうした状況を受け、政府は繊維・アパレルの輸出企業への輸出付加価値税の税還付率を、前述のとおり8月以降11%から13%に引き上げている。これまで引き締め一辺倒だった経済政策に変化の兆しが出てきたといえ、今後こうした動きがさらに加速するかどうか注目される。

ただ、物価抑制が依然重要な課題であること、人民元は対ドル以外ではさほど急激に上昇しておらず、特に欧州サイドからの元高ペースの遅さへの不満が根強いことなどを考慮すると、個別業種の救済策を進める一方で、元高方向への誘導は今後も一定のペースで続けていくものとみられる。今後ペースは若干鈍る可能性はあるが、2008年と2009年の2年間で、15%以上の元高が進むとみている。

元/ドル (図表4-9)人民元の推移



10億ドル (図表4-10)中国の外貨準備高の推移



5. 原油相場見通し

(1) 足元のWTI 価格は調整含みの展開に

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7月11日に史上初となる 147.27 ドル/バレル台を記録したが、その後は下落基調が続いている。

背景にあるのが需給逼迫懸念の緩和だ。米国のガソリン需要は、景気減速を背景に前年割れが続いているほか、新興諸国では、燃料価格に対する補助金削減の動きが進められていることなどあって、世界的に原油需要が減少するとの観測が高まっている。こうした中、サウジアラビアの増産を背景に7月のOPEC原油生産量が増加したことも需給逼迫懸念を和らげる要因となった。

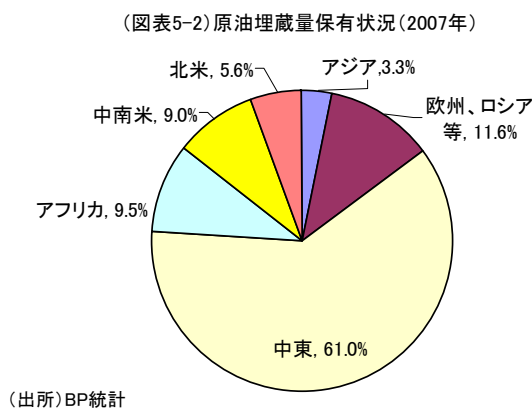
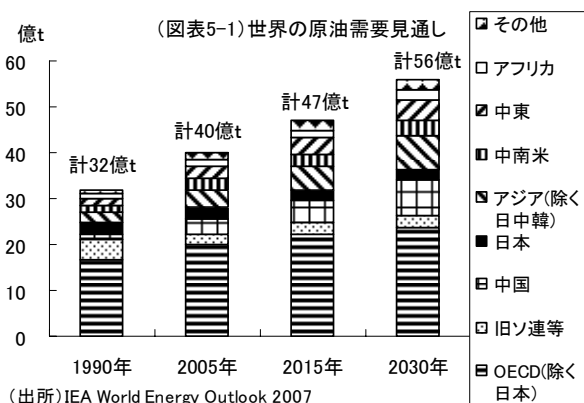
加えて、米商品先物取引委員会 (CFTC) が、投資規制強化に動き出したことで、これまで商品市場に流れ込んでいた資金が逆流し始めたことも一因だ。

(2) 但し、需給逼迫懸念は簡単に解消されず

ただ、中長期的な視野からの需給逼迫懸念は今後も熾り続ける可能性が高い。原油需要は、エネルギー効率の悪い新興諸国における工業化の進展を受け、今後も増加が見込まれる (図表5-1)。一方、原油供給は、サウジアラビア以外のOPEC加盟国の生産余力が依然乏しいままであるほか、非OPEC諸国でも、英国の北海油田の生産が既にピークを過ぎていたり、今年に入ってロシアの原油生産が10年ぶりに減少したりするなど、不透明材料には事欠かない。埋蔵原油に期待する向きもあるが、確認埋蔵量の約8割が中東やアフリカ、中南米といった地政学リスクが懸念される地域に遍在しており (図表5-2)、新たな投資を容易に行うのが実情である。仮に首尾よく開発に漕ぎつけることができたとしても、生産井の掘削を行ったり、パイプライン等のインフラを整備したりするなどの時間が必要であり、実際に原油を供給する体制が整うまでには数年かかる見通しだ。

(3) WTI は総じて高値圏での推移が続くと予想

米国景気の減速基調が続くと予想されることから、目先は原油需給の緩和が意識される可能性が高く、WTI の調整局面は今しばらく続く見込みだ。しかしながら、これまでWTI の押し上げ要因となってきた地政学リスクは短期間で解消される問題ではないほか、年金資金など長期的な運用を目的とした資金の流入も続くことなどから、下値は限られたものにとどまると予想する。2009年春先以降、米国景気が持ち直しに転じれば、原油需要の増加を背景に再び需給逼迫懸念が高まる場面が出てこよう。WTI は今後も総じて高値圏での推移が続く可能性が高く、2008年 (平均) は115ドル/バレル、2009年 (同) は125ドル/バレルを予想する。



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。