

明治安田生命
2007－2008年度経済見通しについて
 ～目先は景気回復ペースが弱まるものの、2007年度後半から再加速へ～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2007年1－3月期のGDP速報値の発表を踏まえ、2007－2008年度の経済見通しを作成いたしました。

主要なポイントは以下のとおりです。

1. 日本のGDP成長率予測

| | |
|----------------------|-------------|
| 実質GDP成長率：2007年度 2.3% | 2008年度 2.6% |
| 名目GDP成長率：2007年度 2.4% | 2008年度 3.1% |

2. 要 点

- ① 2007年度前半の日本経済は、公的負担の増加などを背景に個人消費の増勢が弱まるほか、設備投資もこれまで堅調に推移してきた反動などから拡大ペースが鈍化すると見込まれる。米国景気の鈍化で輸出の伸びも低位にとどまり、やや弱めの成長が続こう。
- ② 米国景気が徐々に持ち直すともみられる2007年度後半以降は、輸出や設備投資の増勢が回復し、景気回復のペースが徐々に速まると予想する。企業部門の好調さが徐々に家計にも波及し、個人消費も次第に力強さを増してこよう。
- ③ 日銀は、景気や物価情勢の改善度合いに応じ、早めに金利水準の調整を行う方針。無担保コールレートは、2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%に達すると予想する。

〈主要計数表〉

| | 2006年度 (実績) | 2007年度 | | 2008年度 | |
|-----------|----------------|--------|----------|--------|----------|
| | | | 2007/2時点 | | 2007/2時点 |
| 実質成長率 | 1.9% | 2.3% | 2.0% | 2.6% | 2.7% |
| 成長率寄与度・内需 | 1.2% | 1.8% | 1.6% | 2.2% | 2.1% |
| ・外需 | 0.8% | 0.5% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| 名目成長率 | 1.3% | 2.4% | 2.2% | 3.1% | 3.2% |

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 | 1.9% | 2.3% | 2.6% | 1.2% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.8% |
| 民間最終消費支出 | 0.8% | 2.2% | 2.2% | 1.1% | 0.9% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.4% | 0.6% | 0.8% | 1.0% |
| 民間住宅投資 | 0.4% | 1.4% | 2.1% | 2.2% | -0.3% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.6% | 1.0% | 0.5% | 0.0% |
| 民間設備投資 | 7.2% | 2.4% | 7.0% | 2.3% | -0.9% | 0.3% | 0.4% | 1.4% | 1.5% | 2.0% | 2.5% | 1.5% | 0.8% |
| 政府最終消費支出 | 0.9% | 0.5% | 0.8% | 0.1% | -0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 公的固定資本形成 | -9.2% | -3.9% | -4.7% | 4.0% | -0.1% | -0.5% | -4.0% | -1.5% | -1.0% | -1.0% | -0.8% | -1.0% | -0.5% |
| 財貨・サービスの輸出 | 8.3% | 4.8% | 6.6% | 0.8% | 3.3% | 0.1% | 0.4% | 1.0% | 1.5% | 1.8% | 2.0% | 2.0% | 1.7% |
| 財貨・サービスの輸入 | 3.4% | 2.2% | 5.1% | -0.1% | 0.9% | 0.5% | 0.6% | 0.9% | 1.2% | 1.3% | 1.5% | 1.5% | 1.2% |
| 名目GDP | 1.3% | 2.4% | 3.1% | 1.3% | 0.3% | 0.6% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.9% | 0.9% | 0.9% |
| GDPデフレーター | -0.6% | 0.1% | 0.5% | 0.1% | -0.3% | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% | 0.1% |

| (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 | 1.9% | 2.3% | 2.6% | 1.2% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.9% | 0.8% |
| 民間最終消費支出 | 0.4% | 1.2% | 1.2% | 0.6% | 0.5% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% |
| 民間住宅投資 | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 民間設備投資 | 1.1% | 0.4% | 1.1% | 0.4% | -0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.3% | 0.1% |
| 政府最終消費支出 | 0.2% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 公的固定資本形成 | -0.4% | -0.2% | -0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.2% | -0.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 在庫品増加 | 0.0% | 0.2% | -0.2% | -0.1% | -0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.2% | 0.0% | 0.0% |
| 純輸出 | 0.8% | 0.5% | 0.5% | 0.1% | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% |
| 財貨・サービスの輸出 | 1.2% | 0.7% | 1.0% | 0.1% | 0.5% | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 財貨・サービスの輸入 | -0.5% | -0.2% | -0.6% | 0.0% | -0.1% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.2% | -0.1% |

2. 主要指標予測

| | → 予測 | | | → 予測 | | | | | | | | | |
|-----------------|--------|--------------|--------------|--------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2006年度 | 2007年度 | 2008年度 | 2006年度 | | 2007年度 | | | | 2008年度 | | | |
| | | | | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 | 4-6月 | 7-9月 | 10-12月 | 1-3月 |
| 鉱工業生産(前年比) | 4.8% | 2.0% | 3.7% | 6.0% | 3.1% | 2.7% | 1.9% | 0.6% | 2.7% | 3.2% | 4.0% | 4.0% | 3.5% |
| 消費者物価指数(前年比) | 0.2% | 0.0% | 0.5% | 0.3% | -0.1% | -0.1% | -0.3% | 0.1% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| 除く生鮮食品(前年比) | 0.1% | 0.0% | 0.4% | 0.1% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | -0.1% | 0.2% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.6% |
| 国内企業物価指数(前年比) | 2.8% | 0.6% | 2.0% | 2.6% | 1.9% | 0.9% | -0.2% | 0.5% | 1.2% | 1.6% | 1.9% | 2.1% | 2.3% |
| 完全失業率(季調済平均) | 4.1% | 3.9% | 3.7% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 3.9% | 3.9% | 3.8% | 3.7% | 3.6% | 3.6% |
| 無担保コール翌日物(期末値) | 0.50% | 1.00% | 1.75% | 0.25% | 0.50% | 0.50% | 0.75% | 0.75% | 1.00% | 1.25% | 1.50% | 1.75% | 1.75% |
| 為替レート(円/ドル:平均値) | 117円 | 119円 | 114円 | 118円 | 119円 | 120円 | 121円 | 118円 | 115円 | 115円 | 114円 | 113円 | 112円 |

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2007年度前半の日本経済は、幾分弱めの成長が続くと予想する。企業の雇用不足感が高まっているため雇用環境の改善傾向が続く可能性が高いものの、6月からの住民税の増税など家計負担が増すことから、個人消費は緩やかな増加にとどまろう。設備投資も企業業績の増益基調を背景に増勢を維持すると考えるが、先行指標とされる機械受注（除船電民需）が昨年の夏場をピークに停滞していることなどから、年度前半は増加ペースが弱まる可能性が高い。また、輸出の伸びも、米国景気の足踏みが続くこととみられることから低位にとどまると予想する。

ただ、米国景気の持ち直しが予想される年度後半以降は、日本経済の回復テンポも徐々に速まる可能性が高い。輸出の伸びが次第にプラス幅を拡大すると見込まれるほか、設備投資の増勢も徐々に回復することが予想される。企業部門の景況感が上向くことによって、徐々に家計部門へと恩恵が及び、個人消費は緩やかながらも次第に力強さを増してこよう。

日銀は、目先のコアCPI上昇率がたとえゼロ近傍で推移したとしても、景気回復を背景に先行きの物価上昇が見込まれることから、景気・物価の改善度合いに歩調を合わせる形で段階的に追加利上げを行う見込みだ。2008年度末のコールレートは1.75%に達すると予想する。

(1) 所得増加で個人消費は底堅く推移

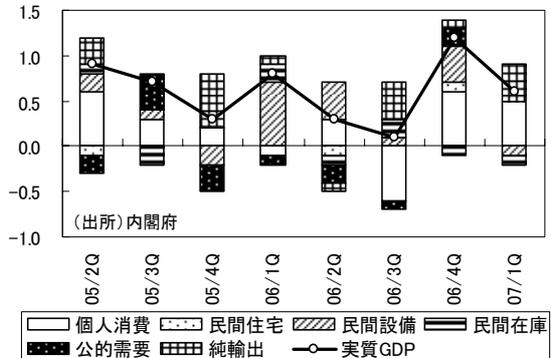
2007年1-3月期の実質GDP成長率は前期比0.6%増と、9四半期連続でプラス成長を記録し、国内景気が引き続き回復基調にある様子を示した（図表1-1）。

1-3月期の景気を押し上げた主因が個人消費だ。初売りやクリアランスセールが概ね好調だったほか、懸念された暖冬の影響も、蓋を開けてみれば春物衣料や飲食店等の売上が伸びており、杞憂に終わった。足元の個人消費は、2月の経済見通し作成時点で見込んでいた以上に底堅く推移している。

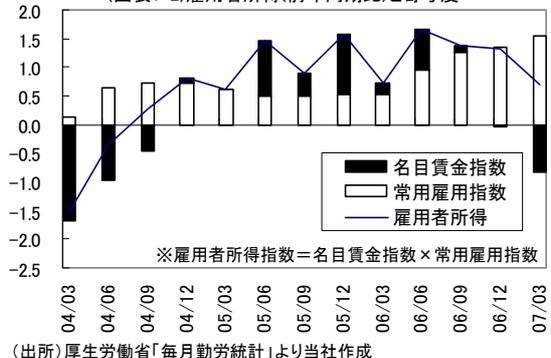
ただ、個人消費の先行きを不安視する声も聞かれる。その背景には所得の伸びがなかなか加速していない現状がある。最近では、雇用者数の増加が所得の押し上げ要因として寄与する一方で、1人当たり賃金が下押し要因となっていることから所得の伸びは抑制されている（図表1-2）。

今後、所得の伸びは加速していくのだろうか。まず、雇用者数に関してだが、日銀短観の雇用人員判断DI（全規模・全産業）は直近3月に▲12となったほか、6月予測は一段と低下する見通しとなっており、企業の雇用不足感が徐々に強まっている様子がうかがえる。今後、団塊世代の大量退職が本格化することを考えれば、雇用不足感がさらに強まる可能

前期比(%) (図表1-1)日本の実質GDP成長率と寄与度



(図表1-2)雇用者所得(前年同期比)と寄与度



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成

性が高く、雇用者数は増加基調をたどると見ている。経団連が実施した「新卒者採用に関するアンケート調査」において、2007年度の採用実施予定の企業割合が90.5%と、前年度の86.3%から拡大したことなどはそのあらわれだ。採用実施予定企業のうち、「採用人数を増やす」、「今年度と同水準」と答えた企業の割合は95%超となっており（図表1-3）、2007年度の雇用情勢は少なくとも2006年度並みか、それ以上に改善する可能性が高い。

次に、賃金に関してだが、正社員に比べて賃金水準の低い非正社員雇用が増加していること、世代別に見て賃金水準の高い団塊世代の退職が始まっていることなど、構造的に伸びにくい状況にあるのは確かだ。しかし、有効求人倍率が1倍超で推移しているほか、失業率も低下傾向にあるなど、以前に比べると労働需給が引き締まってきており、賃金が伸びても不思議ではない状況が整いつつあるようにも見える。

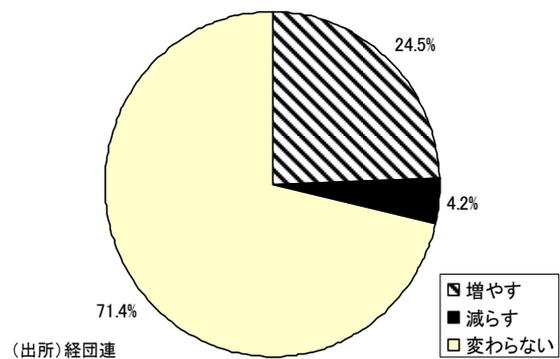
では、雇用環境がどの程度まで改善すれば、賃金の伸びは加速するのだろうか。そこで参考になるのがUV曲線である（図表1-4）。UV曲線は縦軸に雇用失業率（自営業者を除いた失業率）、横軸に欠員率を示した曲線である。欠員率とは、企業の求人が埋まらない比率で、 $(\text{有効求人数} - \text{就職件数}) \div (\text{有効求人数} - \text{就職件数} + \text{雇用者数})$ で算出する。縦軸に普通の失業率ではなく雇用失業率を用いるのは、企業の求人をもとに算出される欠員率とベースを合わせるためだ。

労働需給がほぼ一致し、かつ雇用失業率と欠員率が等しいポイントが、賃金の伸びが本格的に加速する失業率とみなせる（ここでは構造的失業率と呼ぶ）。図表1-4では、直近のUV曲線の傾きを延長して、45度線と交わった点、おおよそ4.0～4.2%が構造的（雇用）失業率の水準ということになる。雇用失業率が完全失業率よりも過去の平均で0.8%程度高い（図表1-5）ことを勘案すると、構造的失業率は3.2～3.4%ということになる。足元の完全失業率は4.0%なので、労働需給はまだ若干の緩和状態にあるということができよう。

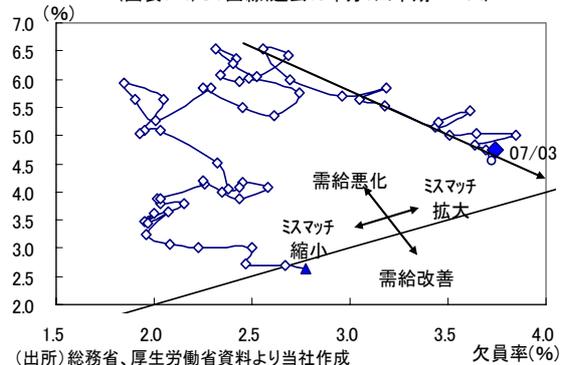
景気が当社の見通しどおり推移したとしても、完全失業率は2008年度末までに3.6%までしか低下しない見込みだ。したがって、賃金の伸びが本格的に加速する展開は今のところ期待できない。しかし、完全失業率がこの水準に至るまで賃金上昇がまったく見込めないわけではない。実際、2007年の賃上げ率は小幅ながら前年を上回る予想が示されているほか、初任給についても上昇している。雇用環境が緩やかながらも改善する中、賃金の上昇ペースは徐々に上向くと考えられ、個人消費は底堅い推移が続こう。

なお、今回の予測でも、2009年4月に消費税率が7%に引き上げられるとの前提を置いている。

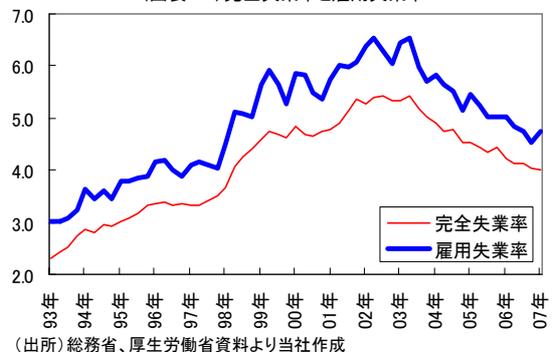
（図表1-3）2006年度と比べた2007年度採用予定人数



雇用失業率（図表1-4）UV曲線（過去15年分：四半期ベース）



（図表1-5）完全失業率と雇用失業率



このため、2008年度後半には駆込み需要で個人消費が強含む展開を想定している。

(2) 住宅投資は緩やかながらも増加傾向を持続

2006年度の新設住宅着工戸数は128.5万戸と、貸家と分譲住宅を牽引役に1998年度以降で最も高い数値を記録した。地価が底打ちしつつあること、利上げ観測の高まりから住宅ローン金利の先高感が生じやすくなっていること、団塊ジュニア世代が住宅取得適齢期に突入することなどから、住宅投資は今後も増加基調が続く可能性が高い

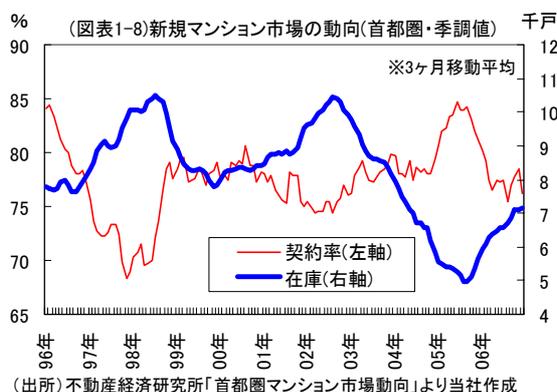
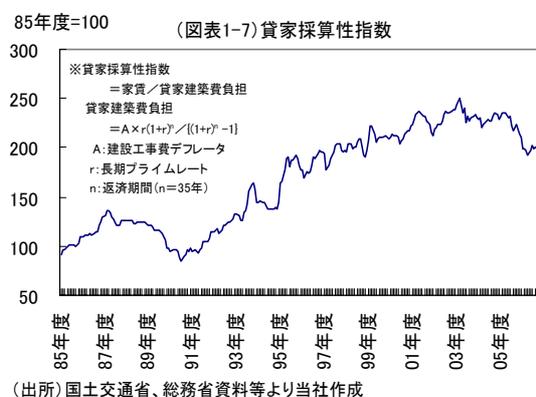
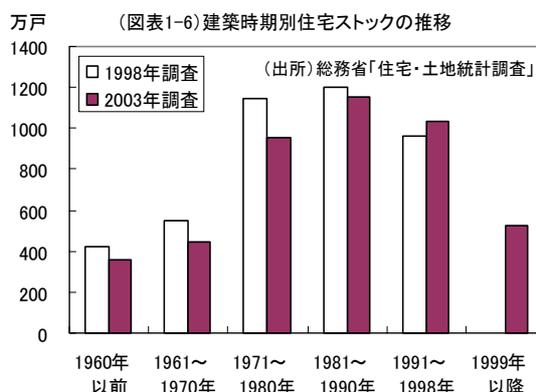
住宅ストックが徐々に老朽化している点も住宅市場にとってプラス材料だ。少し古いデータだが、総務省の住宅・土地統計調査で、1998年と2003年の調査結果を比較してみると、この5年間で1980年以前の住宅ストックが減少している様子がうかがえる(図表1-6)。特に、1971~1980年に建築分のストックが大きく減少しており、築後約20~30年で住宅建て替えのニーズが徐々に出てくる様子を示している。2003年調査時点における全住宅に占める1980年以前建築物の割合は、まだ4割近くも残っているほか、最も占率の高い1981~1990年の物件の一部が、足元では築後20~30年のゾーンに突入してきていることから、今後建て替え需要が出てくる可能性が高い。

また、昨年、耐震強度偽装問題が話題になった際に、1981年に耐震基準が大幅に見直されたことが広く報道された。1981年以前に完成した物件に関しては、耐震補強をしなければならない物も少なくないということであり、これを機に建て替えに動く住宅保有者も存在すると考える。

ただ、ここ数年、住宅市場を牽引してきた貸家や分譲住宅には下押し材料も散見される。

まず貸家についてだが、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言われている。しかしながら、貸家採算性指数の推移を見ると、足元では徐々にピークアウトしつつある(図表1-7)。金融機関の貸出金利が上昇しつつあるほか、都心部では地価が上昇に転じるなど、これまで採算性を押し上げる要因となってきた材料が徐々に剥げ落ちてきたことが背景と考えられる。

次に分譲住宅に関してだが、新規供給が絞られる中でマンション契約率が横ばい圏で推移しており、一時に比べるとマンション市場の勢いにかげりが見られる。在庫水準が上昇傾向にある点も気がかりだ(図表1-8)。今後も住宅投資は増加基調を持続すると予想するが、好・悪材料が綱引き



する中で緩やかな増加にとどまると考える。

(3) 設備投資の増勢は幾分鈍化

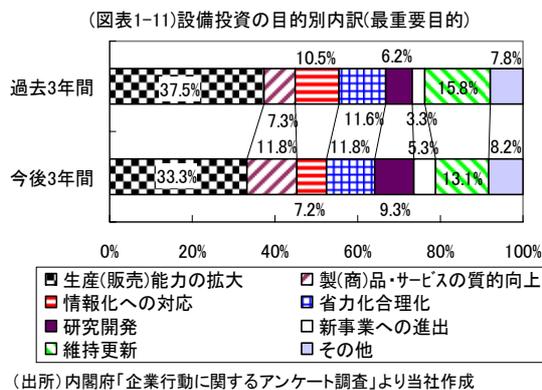
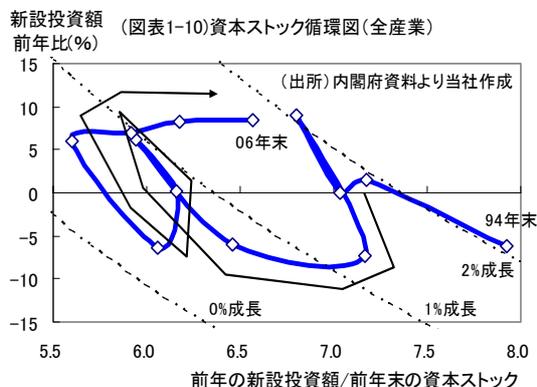
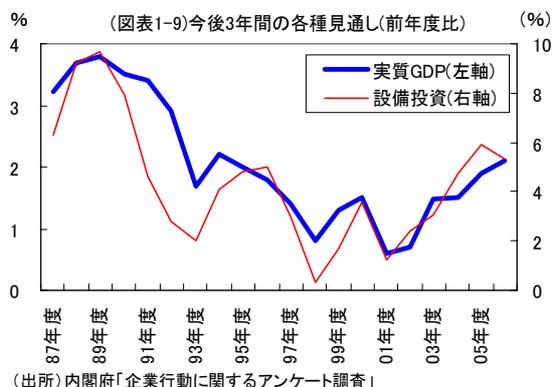
内閣府が実施した企業行動に関するアンケート調査では、今後3年間(2007~2009年度)の日本の実質GDP成長率見通しが前年調査の1.9%を上回る2.1%となり、5年連続でプラス幅が拡大した(図表1-9)。同見通しは日本経済の期待成長率を示すと言われており、数値の上昇は日本経済の先行きに対する企業の見方が好転している様子を示している。

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)させようとするところから、設備投資が増加(減少)する傾向があるためだ。

資本ストック循環図で最近の設備投資と資本ストックの状況を見ると、1990年代には原点方向に向かって動く傾向が見られたが、ここ数年は逆に原点から離れる動きとなっている(図表1-10)。期待成長率の上昇によって企業が必要と考える資本ストックの水準が上昇したことに伴い、企業は既存設備を売却する以上のペースで新しい設備を増やしている。

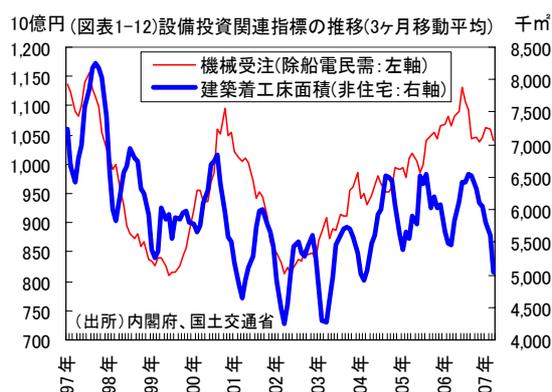
同調査では、設備投資の目的についてもアンケートを行っている。それによれば、今後3年間に設備投資を行う理由として、企業が最も重要と考えているのは、「生産(販売)能力の拡大」であった(図表1-11)。過去3年間に比べれば占率は落ちているものの、それでも3割強のウエートを占めている。実質実効為替レートが過去20年間で最も円安水準で推移しており、国内生産の優位性が増していることなどを考えると、今後は海外だけでなく国内での設備投資の増加も期待できる。

また、「製(商)品・サービスの質的向上」や「研究開発」、「新事業への進出」に対する重要度が高まっている点も注目だ。「製(商)品・サービスの質的向上」については、グローバル化の進展による世界的な競争の激化に伴い、付加価値の高い製品やサービスを提供することが新興諸国との差別化を図る上で重要となりつつある様子がうかがえる。国内市場に目を向けても、消費者は本当に欲しい物しか買わない時代になりつつあり、消費者のニーズにあった魅力ある商品やサービスを提供することが必要となっている。今後企業が生き残っていくためには、「製(商)品・サービスの質的向上」のための設備投資を継続することが不可欠と考えられ、設備投資を下支えする要因として寄与するだろう。「研究開発」、「新事業への進出」については、デフレ脱却が目前に迫



る中、企業の経営スタンスが徐々に前向きな方向へシフトしている様子を示す明るい材料だ。

しかしながら、2007年度の設備投資は2006年度に比べると増勢が鈍化するとみている。米国景気の先行きに対する懸念やこれまで堅調に推移してきた反動などから、設備投資の先行指標とされる機械受注（除船電民需）や建築着工床面積の増勢が、このところ頭打ちとなっているためだ（図表1-12）。上述の企業行動に関するアンケート調査によると、今後3年間の設備投資の見通しは、小幅ではあるが伸び率が5年ぶりに低下している（図表1-9）。



（4）輸出は2007年度後半以降持ち直し

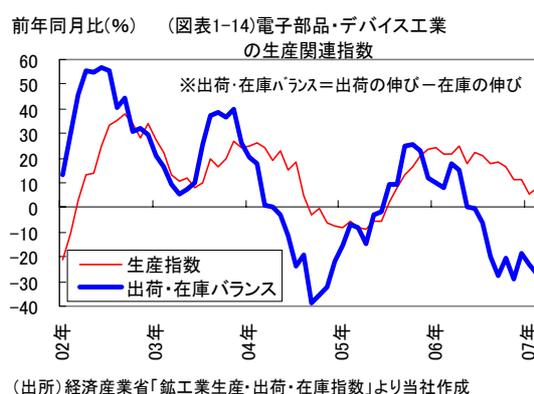
足元では、米国景気の鈍化などを背景に輸出の増勢が弱まっている。財務省の貿易統計で輸出数量指数の推移を見ると、2006年2月に前年同月比で14.6%増を記録したのをピークに、足元ではほぼゼロ%まで伸び率が縮小している。同指数の動きに先行する傾向があるOECD景気先行指数の増勢が弱まっていることを考えれば、輸出の伸びは今後も伸び悩む可能性が高い（図表1-13）。



ただ、米国景気は年度後半以降、徐々に持ち直してくると予想している。また、EU景気や中国をはじめとしたアジア景気が底堅く推移するとみられることもあって、輸出の増加ペースは2007年度後半あたりから徐々に速まると考える。

（5）生産の増勢も年度後半以降に速まる見込み

1-3月期の鉱工業生産は前期比1.3%の低下となり、6四半期ぶりに前期比マイナスとなった。業種別に見ると、生産低下に寄与したのは、一般機械、電気機械、金属製品等であり、生産鈍化が外需の弱まりに起因していることを示唆している。



気がかりなのは、電子部品・デバイス工業の在庫が高止まりしている点だ。3月の同工業の在庫指数は、前年比で実に34.5%の大幅上昇となっている。特に大型を中心とした液晶素子の積み上がりが目立つ。生産に先行する出荷在庫バランスも▲27.2ポイントとマイナス幅が前月から拡大しており（図表1-14）、依然先行きの生産鈍化が懸念される状況にある。ただし、北米BBレシオが1倍前後で推移していることから、世界的なIT関連製品の在庫調整が本格化する兆しはない。電子部品・デバイス工業の在庫積み上がりは、国内のデジタル家電などの生産、販売動向に関連したものとみられ、国内要因のみであれば、同部門の生産調整が鉱工業生産全体の足を引っ張るほど深刻化する可能性は小さいと見ている。

年度前半の生産は輸出の増勢鈍化を受けて、電気機械、輸送機械、精密機械など、外需の影響を受けやすい業種を中心に冴えない動きが続く見込みだ。ただ、輸出の増勢が再び速まると見られる年度後半以降の鉱工業生産は徐々に水準を切り上げよう。

(6) コアCPI上昇率は年末あたりからプラス幅を拡大

3月のコアCPI上昇率は、前年同月比で▲0.3%となり、2月の同▲0.1%から悪化した。エネルギー関連分野の押し上げ効果が一巡したほか、携帯電話料金が引下げられたことなどが背景だ。コアCPI上昇率もマイナス幅が拡大しており、物価の基調は依然弱いままである。今後はエネルギー価格が押し下げ要因となることから、同上昇率は秋頃まではゼロ%近傍でもみ合いが続く可能性が高い(図表1-15)。

原油価格の変動によって、今後コアCPI上昇率がどの程度影響を受けるのか、以下の3つの場合に分けて考えてみた。WTIが当社見通しのとおり、2007年：62ドル/バレル、2008年：64ドル/バレルで推移する場合をシナリオ①、想定外に50ドル/バレルで推移する場合をシナリオ②、70ドル/バレルで推移する場合をシナリオ③とする。

結果は図表1-16のとおりである。いずれの場合も、コアCPI上昇率は、エネルギー価格による下押し圧力が最も高くなるとみられる2007年秋頃にかけて鈍化する可能性が高い。

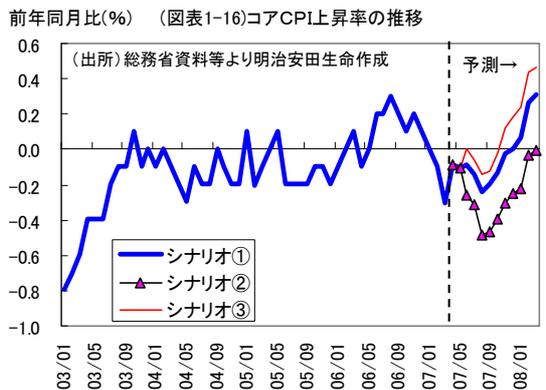
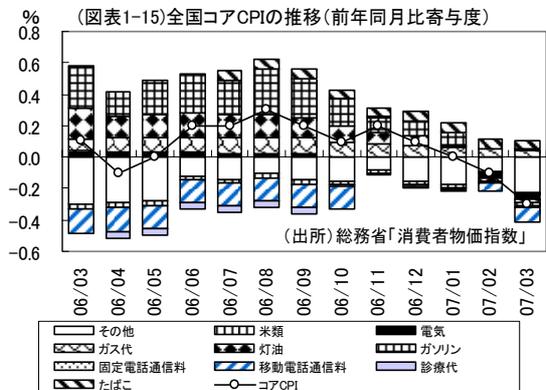
ただ、エネルギー価格の下押し圧力が一巡した後は、同上昇率のプラス幅が徐々に拡大していく見通しだ。足元の物価の基調は弱いままだが、企業向けサービス価格が前年比プラスに転じたり、地価が上昇したりと明るい材料も散見される。2008年度にかけての国内景気は、2%弱と見られる潜在成長率を上回るペースで回復すると予想されることから、需給ギャップは次第に縮小しよう。年末あたりからコアCPI上昇率は安定的なプラス基調に転じると予想する。

(7) 金融政策見通し

日銀は、コアCPI上昇率がたとえゼロ近傍で推移したとしても、需給ギャップの縮小に伴って先行きの物価上昇が見込めるとの見通しに基づき、利上げを行うスタンスのようだ。

秋口以降は、米国の住宅市場の調整に目途がつく可能性が高いこと、国内の雇用不足感の高まりが、緩やかではあるが個人所得・消費の改善に反映されてくると考えられることなどから、景況感が次第に好転する可能性が高い。コアCPI上昇率の見方についても、エネルギー価格による下押し圧力の一巡時期が間近に迫ってくることで、現在のような悲観的な見方は徐々に薄れてこよう。

次回の利上げは7月22日の参院選後を予想しており、その後も、景気回復に歩調を合わせる形で段階的に利上げが実施されるとみている。無担保コールレート(翌日物)は、2007年度末に1.00%、2008年度末に1.75%まで引上げられると予想する。



2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、住宅市場の減速と製造業の在庫調整を主因とした景気拡大ペースの鈍化傾向が続いているが、年後半には持ち直しに向かうと予想する。

住宅投資は最悪期からは脱しつつあるが、依然高水準な販売在庫を抱え、当面は弱含みの推移が続くと予想される。ただし、人口増加や良好な雇用・所得環境から実需は底堅く、割高感が薄れるとともに在庫削減が進むと考えられ、秋口以降は底打ちから回復に向かおう。サブプライムローン問題は住宅市場の回復を遅らせる要因にはなるが、経済全体への影響は限定的とみている。

個人消費は、住宅からの資産効果が弱まっているものの、良好な雇用・所得環境や株高などに支えられ、今後も堅調さを維持しよう。ただし、家計の債務返済負担の増加やガソリン価格の上昇は、消費の拡大ペースを緩やかなものにとどめよう。

設備投資は企業の景気に対する先行き不透明感から、足元では慎重な姿勢がうかがえる。しかし、設備稼働率は高水準で、企業業績の増益基調も続くと考えられるため、底堅く推移するとみている。製造業の在庫調整も年後半には一巡しよう。

金融政策は景気とインフレの両にらみで、しばらく据え置きが続こう。次の一手は、経済成長が潜在成長率を上回る 2008 年に入ってからの利上げとみている。政策が中立から引き締め領域に入ってくることで、2008 年後半には成長率はやや鈍化に向かう展開となる。

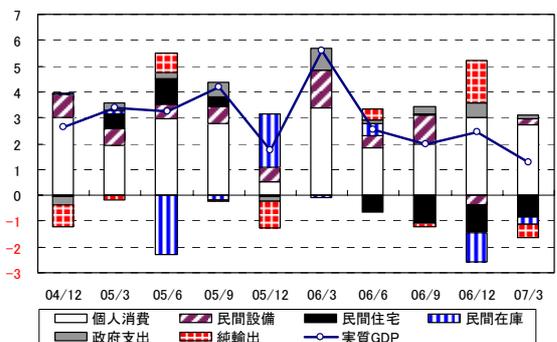
(図表2-1) 米国実質GDP

| 項目 | 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 | 3.3% | 2.1% | 3.1% | 2.5% | 1.3% | 2.3% | 2.7% | 3.0% | 3.2% | 3.3% | 3.4% | 3.0% |
| 個人消費支出 | 3.2% | 3.3% | 3.0% | 4.2% | 3.8% | 2.4% | 2.8% | 2.9% | 3.1% | 3.2% | 3.3% | 3.0% |
| 民間住宅投資 | -4.2% | -13.7% | 0.2% | -19.8% | -17.0% | -10.4% | -3.8% | 0.0% | 1.5% | 2.2% | 3.4% | 2.7% |
| 民間設備投資 | 7.2% | 3.1% | 5.3% | -3.1% | 2.0% | 4.4% | 5.0% | 5.1% | 5.4% | 5.6% | 5.7% | 5.3% |
| 民間在庫(寄与度) | 0.2% | -0.3% | 0.1% | -1.1% | -0.3% | -0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | -0.1% |
| 純輸出(寄与度) | 0.0% | 0.2% | -0.1% | 1.6% | -0.5% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | -0.1% | -0.1% | -0.2% | 0.0% |
| 輸出 | 8.9% | 5.0% | 6.3% | 10.6% | -1.2% | 5.5% | 6.0% | 6.2% | 6.4% | 6.5% | 6.6% | 6.3% |
| 輸入 | 5.8% | 2.1% | 4.8% | -2.6% | 2.3% | 2.6% | 4.0% | 4.6% | 5.0% | 5.4% | 5.7% | 4.5% |
| 政府支出 | 2.1% | 1.6% | 1.2% | 3.4% | 0.9% | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.3% | 1.3% | 1.2% | 1.2% |
| 内需(寄与度) | 3.4% | 2.0% | 3.1% | 1.0% | 2.0% | 1.9% | 2.6% | 3.0% | 3.2% | 3.4% | 3.6% | 3.0% |
| 最終需要(寄与度) | 3.2% | 2.2% | 3.0% | 2.1% | 2.3% | 2.0% | 2.6% | 2.9% | 3.1% | 3.3% | 3.4% | 3.1% |

(1) 足元の景気は見かけより底堅い

1-3 月期の実質 GDP 成長率（速報値）は、前期比年率 1.3% 増にとどまり、4 年ぶりの低成長となった（図表 2-2）。低成長の主因は引き続き住宅投資であるが、個人消費は堅調さを維持し、心配された設備投資も前期のマイナスから反発した。在庫投資は 2 期連続の減少となり、引き続き在庫調整が進んでいる様子を示している。住宅投資の減少以外は、1.3% という見かけの数字ほど悪い内容ではなく、景気の基調を見る上で重要な国内最終需要は、ここ 3 四半期、同 2% 程度の底堅い伸びで安定している。

(図表2-2) 米国GDP成長率と寄与度(前期比年率)

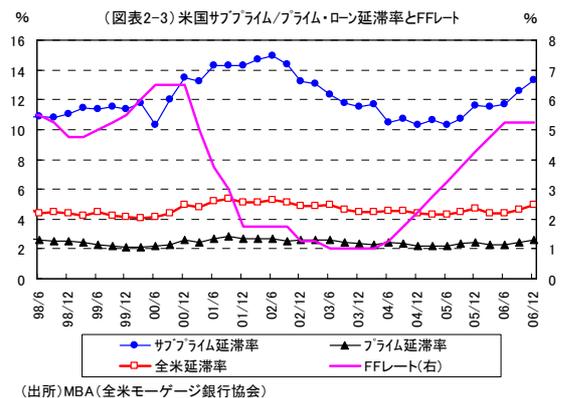


(出所)ファクトセット

(2) サブプライムローンの経済全体への影響は限定的

サブプライムローン（信用度の低い人向けの住宅ローン）の延滞増加が問題となっているが、これは起こるべくして起きた問題といえる。背景には、住宅ブームとともに金融機関同士の貸出競争が激化し、住宅価格上昇を前提とした安易な貸出の増加につながったことがある。当初の返済額は少ないが数年後に返済額が膨らむなどの非伝統的住宅ローンが2004年あたりから急増、それが昨年あたりから切り換え時期を迎えている。大半が変動金利型であるため、これまでの利上げを受けてさらに返済額が膨らみ、住宅価格上昇率の鈍化も重なって借り換えが困難となり、延滞が増加しているという構図だ。

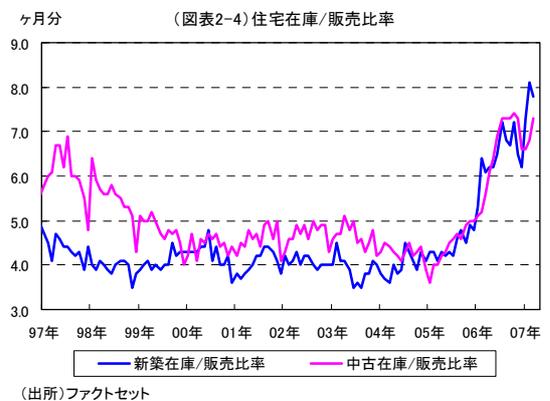
ただし、米国経済全体への影響は限定的とみている。米国の住宅ローン残高全体に占めるサブプライムの割合は1割強と小さい。また、サブプライムの延滞率は2006年12月時点で13.33%であるが、住宅ローン全体での延滞率は4.95%と、過去とほぼ同水準で推移しているに過ぎない（図表2-3）。この先、金融機関監督当局の通達を受けた貸出基準の厳格化もあって、住宅市場の回復を遅らせる要因にはなるが、サブプライム層の個人消費全体に占める割合は小さいため、個人消費の拡大ペースを緩やかなものにとどめる程度だろう。サブプライムローン問題に関して過度に悲観的になる必要はないと考える。



(3) 住宅市場の底打ちは秋口以降

住宅市場は昨年来、景気減速の主要因となっている。住宅着工件数や新築・中古住宅販売件数は、激しい気候変動の影響などから、ここ数ヶ月はまちまちの動きとなっている。一方、先行きのセンチメントを示す指標では、サブプライム層に対する貸出基準厳格化の影響が出始めているものの、大半を占めるプライム層が健全であることから、住宅業者の景況感を表す住宅市場指数や、消費者信頼感統計で調査されている住宅購入意欲は、ボトムから改善している。大幅な減速が続いてきた住宅市場も最悪期からは脱しつつあるとみているが、販売件数に対する在庫比率は、新築・中古とも依然として高水準であり（図表2-4）、当面は弱含みの推移が続くと予想される。

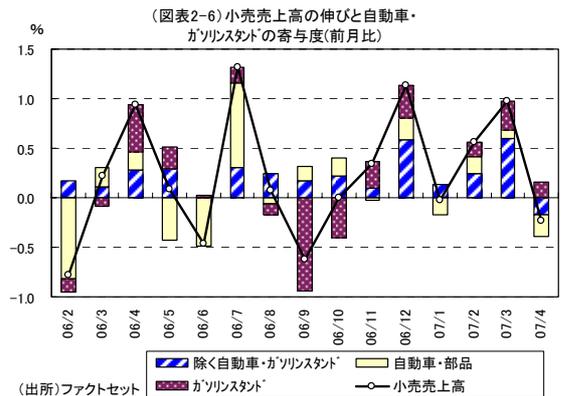
ただし、所得から見た中古住宅販売価格の割高具合は既にピークを打ち、低下方向にある（図表2-5）。人口増加や良好な雇用・所得環境から住宅の実需は底堅く、価格の割高感が薄れるとともに在庫削減が進むと考えられることから、秋口以降は底打ちから回復に向かおう。



(4) 資産効果は弱まるが個人消費は堅調さを維持

足元の個人消費は、例年以上に気候の変動が激しかったことや、4月のイースターが昨年よりも早まったことなどで、月次の振れが見られるものの、均せば堅調に推移している(図表2-6)。住宅からの資産効果は弱まっているものの、良好な雇用・所得環境や株高などに支えられ、個人消費は今後も堅調さを維持しよう。

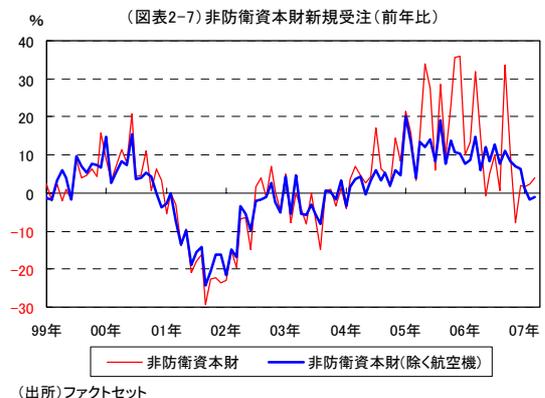
ただし、サブプライムローン問題に代表されるように、家計の債務返済負担が増していることは、消費の拡大ペースを緩やかなものにとどめよう。また、ガソリン価格が再度上昇していることも、目先の個人消費の抑制要因となつてこよう。



(5) 設備投資は抑制されながらも底堅く推移

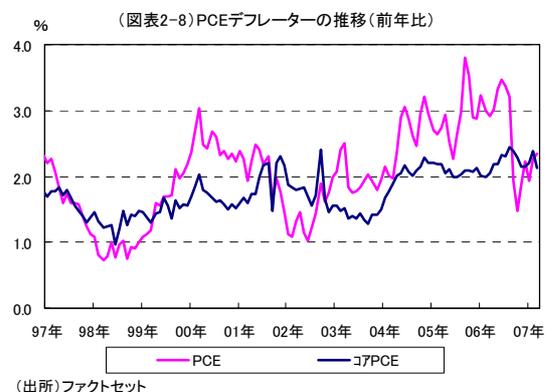
民間設備投資の先行指標である非防衛資本財新規受注(除く航空機)は、昨年半ばまでの前年比10%前後の力強い伸びから鈍化している(図表2-7)。景気に対する先行き不透明感から、企業は設備投資に対して慎重な姿勢を見せ始めている。

ただ、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いる。ISM製造業景況指数は、一時は景気拡大と縮小の境目である50ポイントを下回ったが、12月以降は上下に振れながらも上向き方向にある。企業業績の増益基調も続くと考えられるため、設備投資は底堅く推移するとみている。昨年後半から続いてきた製造業の在庫調整も、自動車業界を中心に進展が見られ、在庫・出荷バランス(出荷の前年比-在庫の前年比)には底打ちの兆しがうかがえる。売上高に対する在庫水準が過去に比べて低いこともあり、調整は年後半には一巡しよう。



(6) 金融政策はしばらく据え置きの後、2008年に利上げへ

景気の先行き不透明感が残る中でも、FRB(米連邦準備制度理事会)はインフレが期待通りに鈍化しないリスクに警戒感を示している。足元のコアインフレには抑制の動きが見られるものの、一時的な振れである可能性も高く、依然として1-2%というFRBの想定レンジを超えている(図表2-8)。エネルギー価格の再上昇がラグをおいて波及する可能性や、今後景気が持ち直しに向かうと予想されることから、コアインフレは再び上昇圧力を高めると考えられる。金融政策はしばらく据え置きが続き、次の一手は、経済成長が潜在成長率を上回る2008年に入ってから利上げとみている。政策が中立から引き締め領域に入ってく



ることで、2008年後半には成長率はやや鈍化に向かう展開となろう。

3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は企業部門を中心に好調に推移している。今後は、ユーロ高や米国景気鈍化、利上げの影響から、景気拡大ペースは幾分弱まるとみるが、米国景気の持ち直しに伴い、2008年にかけて再び拡大基調を取り戻すと予想する。

個人消費は、1月からドイツでVAT（付加価値税）が引き上げられたことによる駆け込み需要と反動減が目立ったが、一時的な影響に収まりそうだ。今後、一人当たり賃金の伸びは緩やかにとどまるが、失業率の改善を背景に、消費は底堅く推移しよう。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。今後は、ユーロ高や米国景気鈍化を受けて外需の増勢が弱まることや、これまでの利上げの影響から、年内の拡大ペースはやや鈍化しよう。ただし、域内貿易のウェイトが拡大していることや、新興国向け輸出が堅調なことで、ユーロ高や米国景気のユーロ圏経済へのインパクトは年々小さくなってきている。設備稼働率は高水準で、なおも上昇基調にあり、秋口以降の米国景気持ち直しに伴い、2008年は再度増勢を強めよう。

ECB（欧州中央銀行）は6月と9月の利上げで政策金利を4.25%とした後、一旦様子見姿勢に転じ、2008年以降に再度利上げを行うと予想する。

（図表3-1）欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(前期比、07/3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 | 2.8% | 2.5% | 2.2% | 0.9% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.7% | 0.5% |
| 家計消費 | 1.8% | 1.7% | 2.0% | 0.6% | 0.2% | 0.6% | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.6% | 0.5% |
| 政府消費 | 2.2% | 1.5% | 1.4% | 0.2% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 固定投資 | 4.9% | 3.6% | 2.4% | 0.7% | 0.8% | 0.5% | 0.4% | 0.4% | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 0.6% | 0.6% | 0.8% | 0.8% | 0.6% |
| 純輸出(寄与度) | 0.4% | 0.6% | 0.3% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% | 0.1% | 0.1% | 0.1% | 0.0% |

英国実質GDP(前期比)

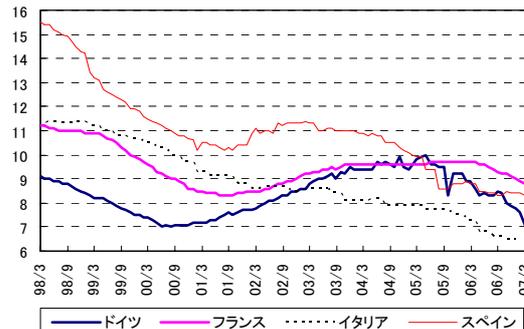
| (前期比) | 暦年ベース | | | 2006年 | | | | | 2007年 | | | | 2008年 | | | |
|-------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|-------|
| | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 06/12 | 07/3 | 07/6 | 07/9 | 07/12 | 08/3 | 08/6 | 08/9 | 08/12 | 08/3 | 08/6 | 08/9 | 08/12 |
| 英国GDP | 2.8% | 2.6% | 2.5% | 0.7% | 0.7% | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.6% | 0.6% | 0.7% | 0.8% | 0.6% |

(1) ユーロ圏景気は一旦弱まるが、再び拡大基調へ

ユーロ圏経済は企業部門を中心に好調に推移している。ユーロ圏の1-3月期実質GDP成長率(速報値)は、前期比0.6%の伸びとなった。同0.9%だった前期の高い伸びからは鈍化したものの、堅調な伸びを維持した。需要項目別の内訳は6月1日の発表となるが、ドイツのVAT引き上げの影響で弱めとなった個人消費を、堅調な設備投資が相殺した形と予想される。

個人消費については、ドイツで1月からVATが16%から19%へ3%ポイント引上げられた影響で、自動車販売を中心に年末の駆け込み需要と年明けの反動減が目立った。しかし、2月以降の小売売上は反発しており、一時的な影響にとどまった模様だ。低賃金の東欧へ生産

(図表3-2)ユーロ圏主要国失業率の推移(EU統一基準)



(出所)ファクトセット

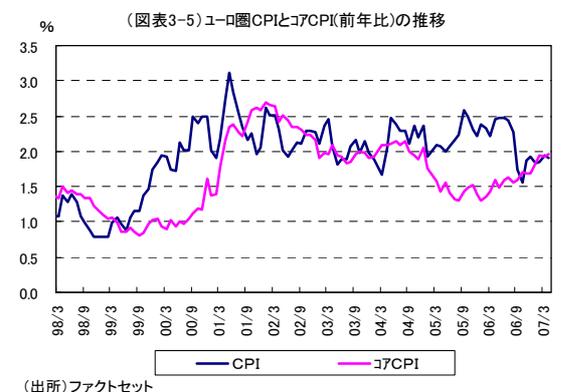
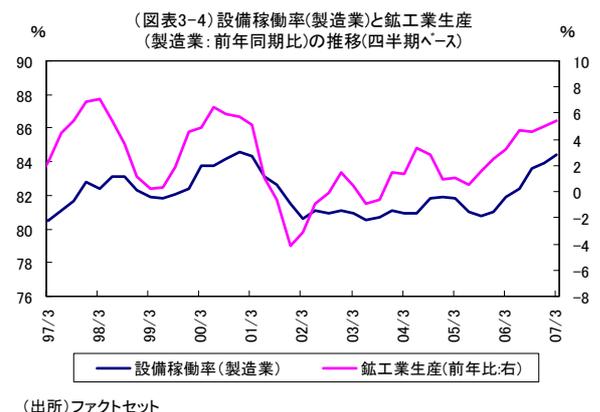
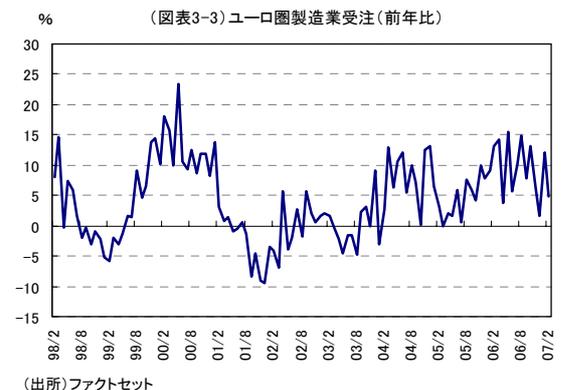
拠点を移転する動きが引き続き見られることなどから、一人当たり賃金の伸びはこの先も緩やかにとどまるとみる。ドイツ最大の労組であるIGメタル（金属・電機業界労組）の今春の賃上げ交渉は、当初の強気な労組側の要求と経営側の回答の中間的な水準で妥結した。賃上げ率は2006年を若干上回る無難な水準といえるが、比較的好業績な同業界の動きが他業界にそのまま波及する可能性は低いと考えられ、賃金押し上げ効果としてはそれほど大きくないだろう。一方で、失業率の改善が消費者信頼感を押し上げる傾向は続いており（図表3-2）、個人消費は底堅さを維持しよう。ただ、今後は外需の鈍化を受けて、失業率は下げ止まりの動きを示すとみられ、消費の伸びはやや弱まると予想する。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。ただ、先行指標であるユーロ圏製造業受注は、足元でやや伸びが鈍化している（図表3-3）。ユーロ圏製造業PMIも、1月以降は55ポイント台半ばという水準で高止まりしているものの、昨年半ばのピークからは低下している。今後は、ユーロ高や米国景気鈍化の影響が時間差をおいて表れ、外需の増勢が弱まることや、これまでの利上げの影響から、設備投資の拡大ペースはやや鈍化しよう。ただし、域内貿易のウェイトが拡大していることや、新興国向け輸出が堅調なことで、ユーロ高や米国景気のユーロ圏経済へのインパクトは年々小さくなってきている。設備稼働率はITバブル期を超える高水準で、なおも上昇を続けている（図表3-4）。この先、景気鈍化で稼働率の上昇は頭打ちとなることが予想されるが、設備が逼迫している状況は簡単には解消しないと考えられ、秋口以降の米国景気持ち直しも手伝って、設備投資は2008年にかけて再度増勢を強めよう。

（2）ECBの利上げはあと2回で当面据置き

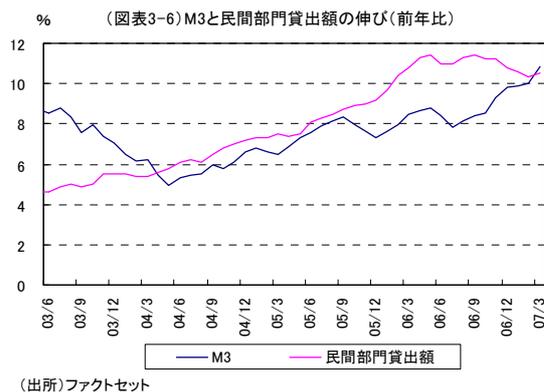
4月のユーロ圏CPIは、3月と同じ前年比1.9%となった。エネルギー価格の変動はあるものの、ECBが参照値とする2.0%に近づいた水準で、落ち着きを示している（図表3-5）。昨年来、潜在成長率を上回る景気拡大が続いてきたことで、コアCPIの伸びは加速してきたが、2月からは同1.9%で安定している。ドイツのVAT引上げの影響は、ある程度は企業が吸収しているが、1-3月の間にCPIを0.3%ポイント程度押し上げたと考えられる。ただ、このVAT引き上げからの価格転嫁の動きは既に一巡したと考えられ、総じて足元のインフレは落ち着いた動きとなっている。

一方、ユーロ圏マネーサプライ（M3）の伸びは、前年比10%超まで加速している（図表3-6）。民間部門貸出額の伸びは、これまでの利上げの影響から、昨年9月をピークに緩やかに鈍化してき



たが、依然高水準である。住宅向け貸出の伸びは鈍化傾向にあるものの、事業会社向け貸出の伸びが高止まりといった状況だ。

ECBはこうしたマネーと信用の力強い伸びに強い警戒を示している。また、高水準な設備稼働率や賃金動向、特にIGメタル賃上げ交渉の動きなどが広く他業界にも波及する可能性に懸念を示しており、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。6月の利上げは既に確実な情勢だが、ECBは9月にも追加利上げを実施し、政策金利を4.25%まで引き上げるとみている。その後は、インフレと景気の動向を注視しながら一旦様子見姿勢に転じ、景気が再び勢いを増す2008年以降に再度利上げを行うと予想する。



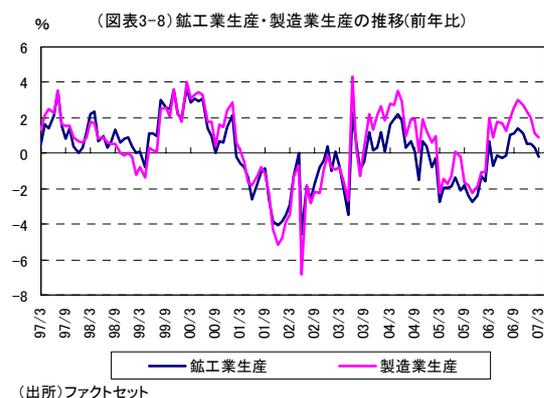
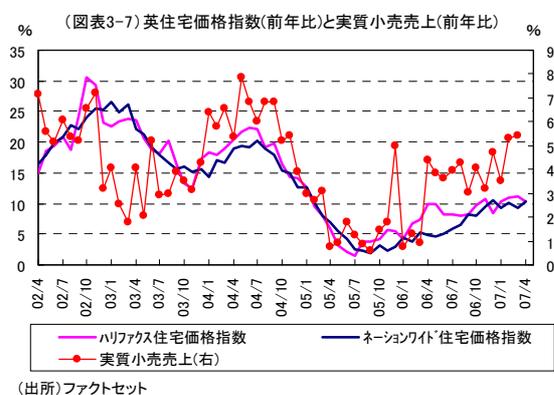
(3) 英国景気には引き締め効果が表れ始める

英国の1-3月期実質GDP成長率は、前期比0.7%となり、引き続き堅調な景気拡大が続いている。特に個人消費が好調だ。住宅価格の上昇が続いてきたことが、資産効果を通じて消費拡大の一因になっている(図表3-7)。

今後はこれまでの利上げ効果によって住宅価格が沈静に向かい、資産効果が弱まることで、個人消費はやや減速すると予想する。また、堅調だった製造業の生産活動が幾分勢いを失ってきている(図表3-8)。主要な貿易相手であるユーロ圏の景気鈍化やポンド高の影響からも、景気拡大ペースは弱まろう。

ただし、金融業やサービス業のウェイトが大きい英国では、外需の影響が景気を押し下げる度合いは日本などに比べれば小さい。それらの業種を中心とした良好な雇用・所得環境は、個人消費の下支えとなろう。2008年には、米国やユーロ圏の景気が再び拡大基調を強めることで、英国の経済成長率もやや高まることになろう。

3月のCPIは前年比3.1%となり、インフレ目標値である2%の上下1%以内という誘導範囲を外れたため、BOE(イングランド銀行)は5月に利上げを行い、政策金利を5.5%とした。BOEは電気・ガス料金の低下や輸入物価の伸び鈍化によって、CPIが年内に2%の目標近辺へ戻る公算が大きいと考えており、実際に4月のCPIは同2.8%に落ち着いている。しかし一方で、このインフレ見直しに対するリスクはなおもアップサイドにあるとみている。政策金利は、インフレ圧力抑制のために8月頃にあと1回、5.75%まで引き上げられると予想するが、その後は景気と物価に対する引き締め効果を見極めるために、しばらく様子見姿勢が続くとみている。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国経済は年明け以降、再び過熱色を強めている。政府の新たな投資抑制策や、金融引締めの一環の進行が見込まれることから、今後成長率はやや鈍化に向かう可能性が高いものの、2007年の成長率は2桁を確保しよう。2008年にかけても、米国景気の回復や、北京オリンピックなどのイベントを控えた投資の持続が見込まれ、引き続き高めの成長を続けると予想する。人民元レートは、年率4%程度のペースで元高方向への調整が進もう。

(1) 年明け以降の景気は再加速

中国の1-3月期の実質GDP成長率は前年同期比11.1%と、10-12月期の同10.4%を上回り、3期ぶりに伸びが加速する形となった。

固定資産投資が引き続き成長の牽引役となっているほか、貿易黒字も前年同期に比し2倍に拡大、個人消費の伸びも上向いている。昨年の実質GDP成長率が年後半にかけやや鈍化傾向にあったことから、政府による一連の投資抑制策や金融引締め政策の効果が現れつつある可能性があると思っていたが、年明け以降、逆に過熱に向かっていることが確認された形だ(図表4-2)。

(2) 投資抑制策の効果はまだ不十分

1-3月期の全社会固定資産投資の伸びは同23.7%増となった(図表4-3)。都市部の固定資産投資は同25.3%増、農村部向けは同16.7%増で、都市部が牽引する構図は変わらない。産業分野別では、第一次産業が同20.3%増、第二次産業は同27.0%増、第三次産業は同24.0%増となっており、いわゆる「過熱業種」が多く含まれる第二次産業の伸びが大きくなっている。

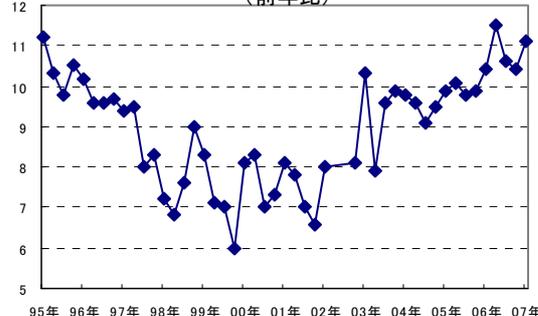
不動産市場との関わりで注目される1-3月期の不動産開発投資額は、前年同期比26.9%増となった。伸び率は前年同期に比し6.7%ポイント拡大、2006年通年と比べても5.1%ポイントの拡大となっている。うち7割を占める住宅開発投資は同30.4%の伸びで、不動産投資は依然過熱気味に推移している。

政府当局は2006年に、国内産業を奨励・制限・淘汰・その他の4つのランクに分類することを発表、下のランクほど投資基準を厳しくする策を推進してきたが、いまだ不十分な抑制効果しか挙げられていない。当局の人民元売り介入が過剰流動性を産み出す構図は変わらないのに加え、2008年の北京オリンピックや2010年の上海万博を見据えた公共投資、農村の生活改善に向けた地方向け投資の増加なども引き続き下支え要因となろう。ただし、今後は政府の投資抑制策の一環の強化が予想されること、金融引き締めもさらに進むと考えられることから、これ以上の投資過熱は避けられるとみている。固定資産投資は前年比で20%台前半の伸びが続こう。

(図表4-1)中国実質GDP予測

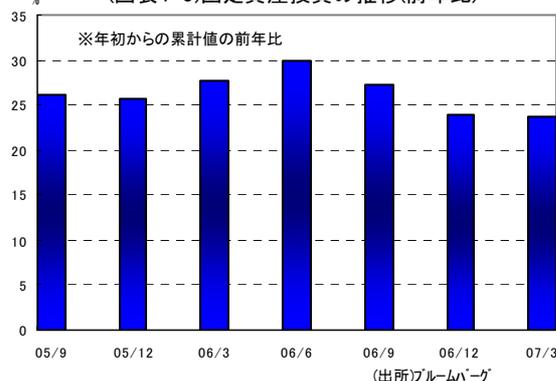
| 前年比(%) | 2005年 | 2006年 | 2007年 (予測) | 2008年 (予測) |
|--------|-------|-------|---------------|---------------|
| 実質GDP | 10.4 | 10.7 | 10.0 | 10.2 |

(図表4-2)中国実質GDP成長率の推移
(前年比)



(出所)ブルームバーグ

(図表4-3)固定資産投資の推移(前年比)



(出所)ブルームバーグ

(3) 格差を残しつつ消費は拡大へ

1-3月期の社会消費財小売総額は、前年同期比14.9%増となった。うち7割弱を占める都市部は同15.5%増、農村部は同13.7%増で、都市部の伸びが上回っている。いずれも所得の伸びが下支えとなっている。1-3月期の都市部の実質ベースの1人当たり可処分所得は同16.6%増で、これは10-12月期を5.8%ポイント上回る水準。農民の実質ベースの現金収入は同12.1%増で、これも1997年1-3月期以来最高の伸びとなっている。

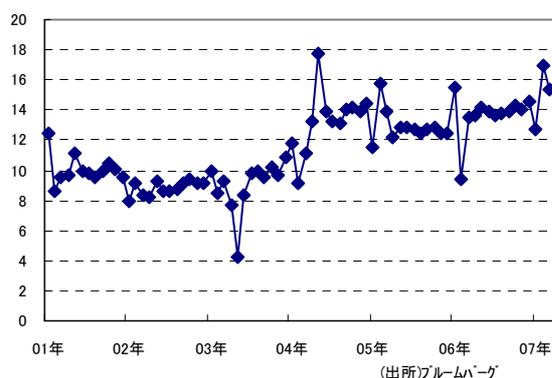
ただ、都市部と農村部の収入格差は依然として社会不安につながりかねない深刻な問題である。両者の収入格差は1978年以降、毎年6.7%の割合で拡大してきた。都市部の富裕層は既に十分な消費活動を行っていると思われるが、農村では、医療保険や年金制度などの社会保障制度が立ち遅れているため、人々は一定の貯蓄を確保する必要性があり、これが個人消費の伸びの制約要因となっている。

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。3月に開催された全人代(全国人民代表大会)では、2007年6月末までに農村部の最低生活保障制度が完備される見通しも示された。

また、農村の消費が伸びないのは、商品の流通システムにも問題があるとの認識から、現在「万村千郷市場工程」というプロジェクトが進行中だ。これにより、2005-2007年の3年間で、全国68万の行政村に、25万のスーパーと配送センターが配置される計画となっている。

これらの政策をもっても格差縮小への道のりは容易ではないと思われるものの、マクロベースの個人消費の伸びへの限界的な効果は期待できる。北京オリンピックを控えた家電需要なども下支えになると見られ、2008年にかけても小売売上高は前年比15%を上回る伸びを続けそうだ。

(図表4-4)中国小売売上高の推移(前年比)



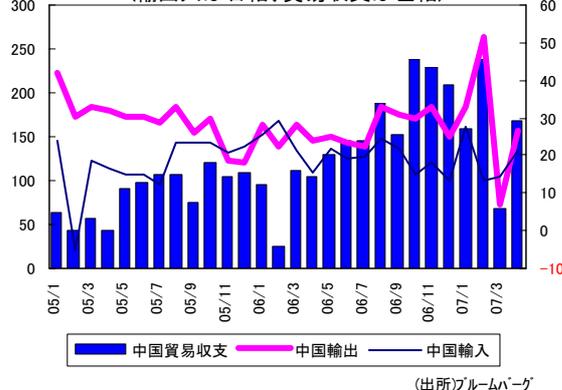
(4) 外需は引き続き景気の牽引役

1-3月期の貿易黒字は、10-12月期からはやや鈍化したものの、前年比では2倍の規模となっている(図表4-5)。黒字の対価として流入した外貨は、政府による外貨強制決済制度を通じて外貨準備の増加要因となる反面、国内の金融市場にとっては人民元の過剰流動性の拡大要因となっている。

外貨準備は2006年に1兆ドルを超え、3月には1兆2,000億ドルに達した。一国全体の資金の有効活用という観点からは決して好ましい姿ではなく、今後政府は、民間の外貨保有の規制緩和、外貨準備の効率的運用、為替介入を緩めることによる元高への誘導など、順次制度面の改革を進めてくることが予想される。

貿易黒字そのものは国内の過剰貯蓄に根本的な要因があること、今後政府の景気引き締め政策が浸透すれば、輸入の伸びが鈍化すると見られることから、大きく縮小に向かう姿は考えにくい。外需がGDPの伸びに大きく寄与する状況は変わらないとみている。

(図表4-5)中国貿易収支 (輸出は右軸、貿易収支は左軸)



(5) 金融引締め策は一段と強化される見通し

1-3月期のCPI(消費者物価指数)は前年同期比2.7%の上昇となった。3月単月では前年比3.3%の上昇、4月も同3.0%の上昇と、高めの伸びが続いている。昨年後半以降の主要穀物価格上昇の影響が大きく、非食品価格の上昇は今のところ小幅にとどまっているが、国家统计局は「ある程度のインフレ圧力は存在する」と述べている。民間のアンケートなどを見ても、国民の物価の先高感はかなり強いようだ。

マネーサプライ(M2)は2月以降3ヶ月連続で前年比17%台を超える伸びとなるなど、過剰流動性によるインフレ圧力が顕在化しつつある可能性も否定できない。3月の全人代では初めて、「銀行資金の過剰流動性の問題を緩和する」との表現が盛り込まれた。景気が過熱気味に推移していることもあり、今後政府当局は引き締め政策を一段と強化してくるものとみられる。

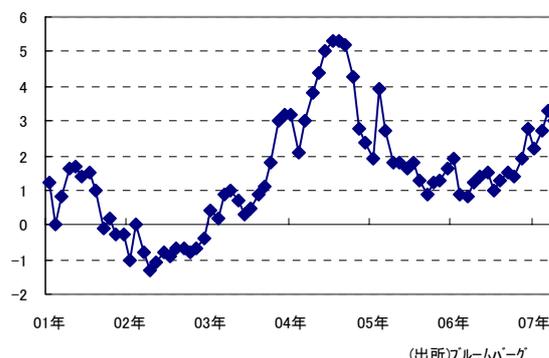
既に金融当局は昨年来、金融引締め策を次々に打ち出している。市中銀行が企業に融資する際の基準金利は、昨年4月と8月、今年の2月にそれぞれ0.27%ずつ引き上げられた。法定預金準備率は、昨年7月に7.5%から8.0%に0.5%引き上げられたのを皮切りに、その後も今年5月(15日)までに7回引き上げられ、11.0%に達している(図表4-7)。0.5%引き上げるたびに、約1,500億円の資金が、民間銀行から人民銀行に吸い上げられる計算だ。

人民銀行にとって、預金準備率の引き上げは比較的行いやすい手法と言われている。当面は1-2ヶ月に一度のペースで実施していく可能性が高い。追加利上げは、短期的にはさらなる外資の流入を招いて、過剰流動性が加速しかねないという問題があることから、行われても1-2回にとどまるだろう。

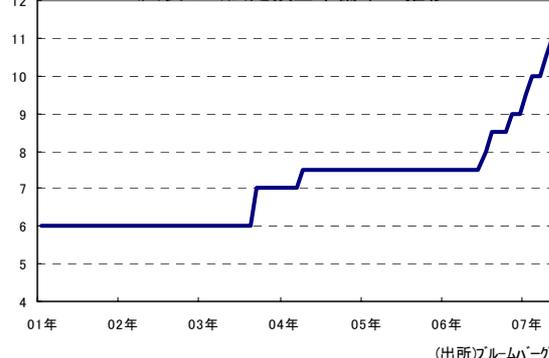
(6) 年率4%程度で元高への調整が進む

人民元は、2006年通年で3.2%高くなったが、足元で、元高の進行ペースはやや早まっている(図表4-8)。米国からの柔軟化要求が強まっているのもさることながら、人民元売り介入がマネーサプライの増加を通じてインフレ圧力となっている現状、資本市場の自由化を進める中で、金融政策の独立性を確保する必要性を踏まえると、中長期的に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。国有企業改革と、銀行の不良債権問題の解決がいずれも道半ばであることから、国内経済、金融システムへのショックを最小限にとどめるため、引き続き年率4%程度のペースで元高方向への調整を進めていくことになりそうだ。

(図表4-6)中国消費者物価指数の推移(前年比)



(図表4-7)法定預金準備率の推移



(図表4-8)人民元の推移



5. 原油相場見通し

(1) 足元のWTIは1バレル60ドル台後半まで反発

米国産標準油種WTI(ウェスト・テキサス・インターミディエート)先物は、2月末の中国株下落をきっかけとした世界的なリスク資産回避の流れを受けて、3月中旬には、一時1バレル56ドル台まで下落した。

その後は、イランによる英国兵拘束事件によって軍事衝突の懸念が高まったこと、サウジアラビアの石油施設に対するテロ計画が明るみに出たこと、ナイジェリアで石油施設の破壊活動が相次いだことなどから、原油の安定供給に対する懸念が広がり、WTIは一時66ドル台まで上昇する場面がみられた(図表5-1)。

(2) 需給逼迫気味の状況が続く

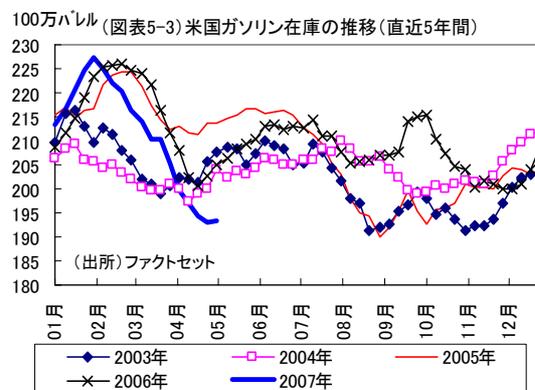
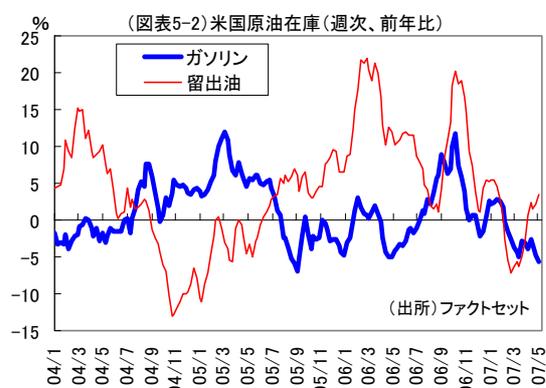
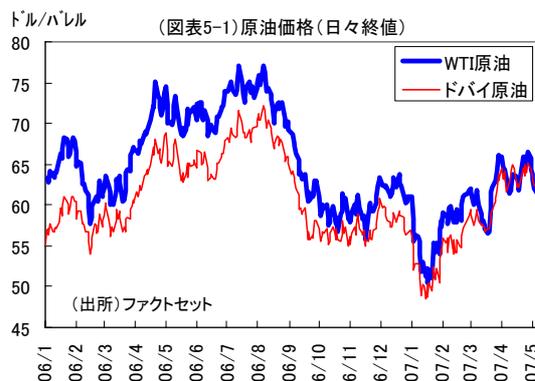
需給面から原油価格の先行きについて考えてみると、世界の原油需要は、米国景気が年後半には徐々に持ち直すと予想されること、成長著しい中国やインドなどの新興国で消費が増えていることなどから、今後も増加基調が続くとみられる。

一方供給面では、過去の過剰投資で価格が低迷した経験から、産油国は増産投資に慎重姿勢を続けると見られる。加えて、上述のとおり、原油生産国における地政学リスクがくすぶり続けると考えられるほか、米国では、製油所不足から石油関連施設でトラブルが起きる度に供給懸念が膨らむ恐れがある。原油需給は今後も逼迫気味の推移が続くと予想され、相場を押し上げる要因として寄与しよう。

(3) 今後は低位のガソリン在庫が原油価格の押し上げ要因に

米国における石油製品の在庫状況も原油価格の押し上げ要因となる可能性が高い。足元の在庫動向をみると、冬場の需要期を過ぎてヒーティングオイルなどの留出油在庫が前年比でプラス圏まで持ち直しているのに対し、ガソリン在庫はドライブシーズンが間近に迫っているにもかかわらず、前年水準を下回って推移している(図表5-2)。直近のガソリン在庫は過去5年間でも最も低い水準となっており、ガソリン供給への懸念が高まりやすい状況にある(図表5-3)。ガソリンの原料となる原油在庫が過去5年間で2番目に高い水準で推移している点はプラス材料だが、米国では製油所不足からガソリンなどの精製能力に限界がある。ドライブシーズンが終わる秋口頃までは、ガソリン供給への懸念がWTIを下支えしよう。

2008年度にかけての原油価格は、高値圏での推移が続くとみている。WTI(年平均)では、2007年に1バレル62ドル、2008年に64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。