

明治安田生命
2008－2009年度経済見通しについて

～2008年度前半は低成長も、年度後半以降緩やかに持ち直し～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2008年1－3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> 1.4%	<u>2009年度</u> 1.9%
名目GDP成長率：	<u>2008年度</u> 0.6%	<u>2009年度</u> 2.0%

2. 要 点

- ① 2008年度前半の日本経済は低成長を余儀なくされよう。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、円高や原材料高が企業収益を圧迫するとみられることから、企業は新たな設備投資や雇用に二の足を踏む可能性が高い。
- ② 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、大幅な減速は避けられよう。年度後半には、財政・金融政策の効果で米国経済が持ち直すと考えられることから、日本経済も緩やかながら回復に向かおう。
- 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が再利上げに動くのを確認できる2009年度始以降と予想する。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、2009年度内にもう一度追加利上げが実施されよう。2009年度末のコールレートは1.00%と予想する。

〈主要計数表〉

	2007年度 (実績)	2008年度		2009年度	
			2008/2時点		2008/2時点
実質成長率	1.5%	1.4%	1.8%	1.9%	2.0%
成長率寄与度・内需	0.3%	0.8%	1.4%	1.2%	1.6%
・外需	1.2%	0.7%	0.4%	0.8%	0.4%
名目成長率	0.6%	0.6%	1.6%	2.0%	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	1.5%	1.4%	1.9%	0.6%	0.8%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
民間最終消費支出	1.4%	1.3%	1.7%	0.4%	0.8%	-0.2%	0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
民間住宅投資	-13.3%	-2.7%	-1.6%	-9.2%	4.6%	2.0%	-0.5%	-0.8%	-1.0%	-0.5%	0.0%	0.2%	0.4%
民間設備投資	-0.5%	-0.8%	2.0%	0.9%	-0.9%	-0.5%	0.0%	-0.9%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.2%
政府最終消費支出	0.6%	0.3%	0.7%	0.8%	-0.8%	0.1%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
公的固定資本形成	-1.7%	-1.7%	-2.5%	0.6%	1.5%	-1.5%	-0.8%	-0.5%	-0.3%	-0.8%	-0.6%	-0.8%	-0.8%
財貨・サービスの輸出	9.7%	6.4%	7.1%	2.6%	4.5%	0.0%	0.3%	0.8%	1.2%	1.8%	2.2%	2.6%	2.9%
財貨・サービスの輸入	2.3%	3.2%	3.8%	1.0%	2.0%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%
名目GDP	0.6%	0.6%	2.0%	-0.1%	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%
GDPデフレーター(前年比)	-1.0%	-0.8%	0.1%	-1.3%	-1.4%	-1.3%	-1.1%	-0.4%	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%

(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	1.5%	1.4%	1.9%	0.6%	0.8%	-0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%
民間最終消費支出	0.8%	0.7%	0.9%	0.2%	0.5%	-0.1%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
民間住宅投資	-0.5%	-0.1%	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	-0.1%	-0.1%	0.3%	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.2%
政府最終消費支出	0.1%	0.0%	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%	-0.1%	-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%	0.3%	-0.1%	0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%
純輸出	1.2%	0.7%	0.8%	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
財貨・サービスの輸出	1.6%	1.0%	1.2%	0.4%	0.8%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.5%	0.5%
財貨・サービスの輸入	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.3%	0.0%	-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									
	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%	0.4%	2.1%	3.3%	2.3%	1.4%	0.1%	-0.5%	0.6%	1.6%	1.9%	2.3%	2.5%
消費者物価指数(前年比)	0.4%	0.7%	0.9%	0.5%	0.9%	0.9%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
除く生鮮食品(前年比)	0.3%	0.9%	0.9%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%	0.9%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%
国内企業物価指数(前年比)	2.3%	2.6%	2.1%	2.4%	3.5%	3.0%	2.7%	2.6%	2.0%	1.9%	2.0%	2.2%	2.4%
完全失業率(季調済:平均)	3.8%	3.8%	3.6%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.7%	3.7%	3.6%	3.6%	3.5%
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%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%
為替レート(円/ドル:平均値)	114円	106円	108円	113円	105円	103円	104円	107円	110円	110円	109円	108円	106円

1. 日本経済見通し

〈要 約〉

2008年度前半の日本経済は、低成長を余儀なくされよう。米国経済の減速を背景に、輸出の増勢が弱まることを見込まれるほか、円高や原材料高が企業収益を圧迫するとみられることから、企業は新たな設備投資や雇用に二の足を踏むと予想する。改正建築基準法の影響一巡で反動増が期待される住宅投資も、マンション在庫の積み上がりなどから弱めの推移が続く可能性が高い。所得の伸び悩みやガソリン高、食料品高で家計の実質購買力の低下が見込まれることもあって、個人消費の伸びは年度を通じて緩やかなものとどまろう。

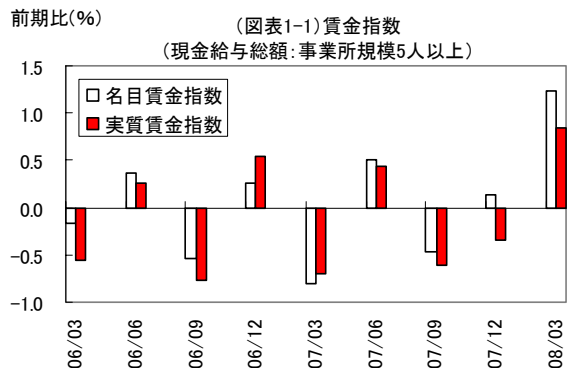
ただ、今回の景気拡大局面では、企業が極めて慎重な経営姿勢を取り続けてきたこともあって、過剰な設備、雇用、債務、在庫の整理が進んでおり、企業の基礎体力は向上している。加えて、新興諸国の内需がある程度底堅く推移すると見込まれることから、これまで景気を牽引してきた輸出が腰折れに至る事態は回避できると考える。このため、日本経済が大幅に減速する可能性は低いだらう。夏場以降、財政・金融政策の効果から米国経済が徐々に持ち直しへ向かうと予想されることもプラス材料だ。年度後半の日本経済は、ゆっくりしたペースながらも次第に回復基調へ回帰する展開になると予想する。

金融政策については、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が再利上げに動くのを確認できる2009年度始以降と予想する。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、2009年度内にもう一度追加利上げが実施されよう。2009年度末のコールレートは1.00%と予想する。

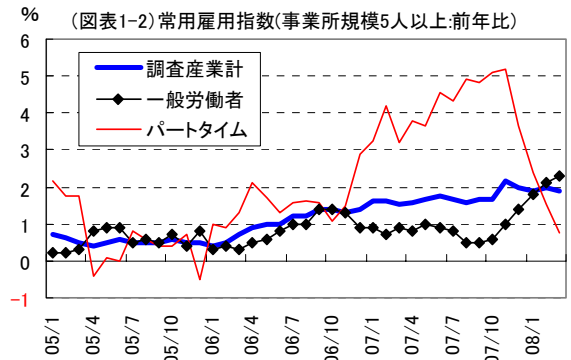
(1) 緩やかな増加が見込まれる個人消費

家計調査によると、1-3月期の実質消費支出（二人以上の世帯）は前期比0.7%増と2四半期連続のプラスとなり、足元の個人消費が底堅く推移している様子を示した。年初には、エネルギーや食品価格の値上がりが家計の実質購買力の押し下げにつながるなどから、個人消費は弱めの推移が続くと見られていたが、予想に反して良好な結果となった背景として、所得環境が改善していることが挙げられよう。毎月勤労統計で一人当たり賃金（現金給与総額、実質ベース）の推移を見てみると、1-3月期は3四半期ぶりに増加している（図表1-1）。これには、4月1日施行の改正パートタイム労働法を睨み、企業が前倒しでパートタイマーの正社員化を進めたことも影響していると考えられる（図表1-2）。

帝国データバンクが3月下旬に実施した調査によれば、非正社員の正社員転換制度を既に導入済と答えた企業が全体の10.2%であるうえ、今後導入する



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」より当社作成



(出所) 厚生労働省「毎月勤労統計」

予定があると回答した企業も11.0%を占めている（その他の回答は、「導入予定なし」25.7%、「分からない」30.2%、「非正社員はいない」22.9%）。導入予定の企業が導入済み企業と同程度存在することを考えれば、今回の制度変更が今後も賃金の押し上げ要因となる可能性がある。

しかしながら、賃金の上昇は企業収益の圧迫要因ともなる。先行き増益率の拡大が見込めるのであれば、企業に賃金を増やす余裕が生まれるが、海外景気の鈍化が見込まれることに加え、円高や素原材料高が進んでおり、企業を取り巻く環境はむしろ厳しさを増している状況だ。法改正に伴う雇用者の待遇改善効果は長続きしないと見るのが自然だろう。年初に経団連の御手洗会長が、「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たものの、その後の急激な外部環境の変化によって賃上げ機運が委縮してしまった前例もある。

これまでは、一人当たり賃金が伸び悩む中、賃金を受け取る雇用者数が増加することで、マクロ全体で見た雇用者所得は緩やかながらも増加基調をたどってきた。企業業績の先行きに陰りがみられる状況で、今後も雇用者数の増加基調は続くのだろうか。

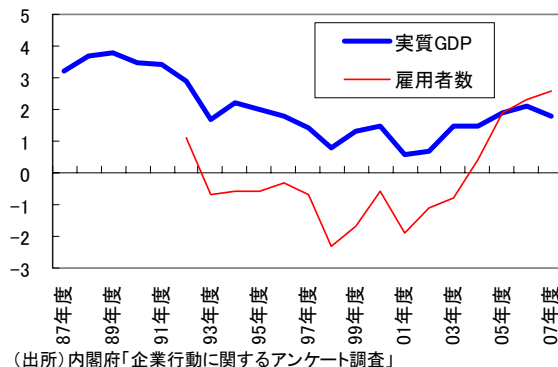
結論から述べれば、その可能性は高いと考える。内閣府が実施した「企業行動に関するアンケート調査」によれば、今後3年間（2008～2010年度）の予想実質経済成長率は1.8%となった（図表1-3）。前年調査の2.1%を下回ったものの、今後3年間の雇用者数見通しは前年度比2.3%増から同2.6%増へプラス幅が拡大している。2.6%増という数値は、1992年度の調査開始以来、最も高い伸びだ。企業の採用意欲には底堅いものがあると言えよう。

企業収益の伸び悩みが予想される中でも雇用者数の増加に前向きな姿勢が示されている背景には、団塊世代が退職期を迎えていることがあると考えられる。企業は団塊世代の退職による労働者の減少を補うために新規採用を増やす必要に迫られているが、新規採用者が様々なノウハウを蓄積した団塊世代に代わる戦力として育つまでにはかなりの時間がかかることから、企業は競争力維持のために能力ある団塊世代層をある程度抱えておく必要がある。退職期が到来した団塊世代は、給与を減らして再雇用されるケースが多いことから、団塊世代に比べて相対的に賃金の低い新規採用を同時に増やしても、企業収益はさほど圧迫されないと考える。

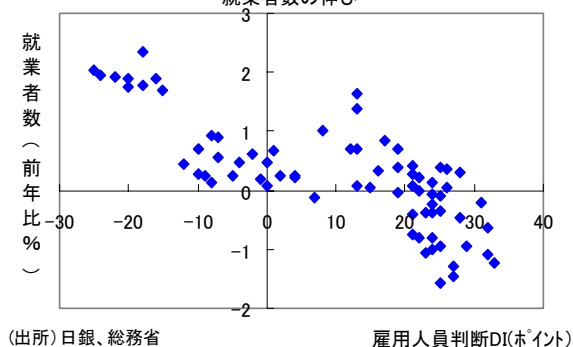
3月調査の日銀短観で雇用人員判断DIが底堅く推移していたように、企業マインドが大きく悪化している中でも企業の雇用不足感は熾り続けている。1990年以降の雇用人員判断DIの値と就業者数の伸びをプロットしたのが図表1-4である。同図によれば、足元の雇用人員判断DIの水準（-9）ならば、就業者数が緩やかながらも増加基調を持続する可能性が高いことを示している。

一人当たり賃金は引き続き低調な伸びが見込まれるものの、雇用者数の増加基調が続くと予想されるため、雇用者所得は緩やかながらも増加基調を持続しよう。個人消費に力強い伸びは期待できないが、緩やかながらも増加基調を持続する可能性が高いと考える。

（図表1-3）今後3年間の各種見通し(前年度比)



（図表1-4）1990年以降の雇用人員判断DIと就業者数の伸び

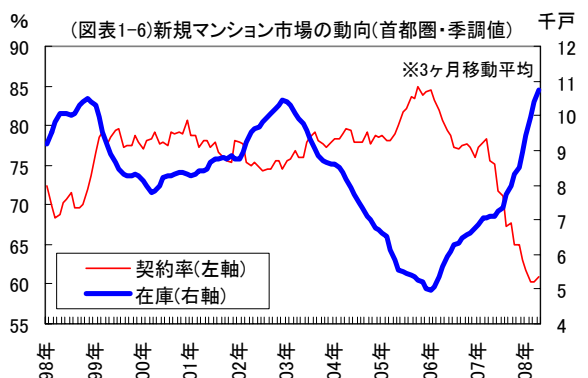
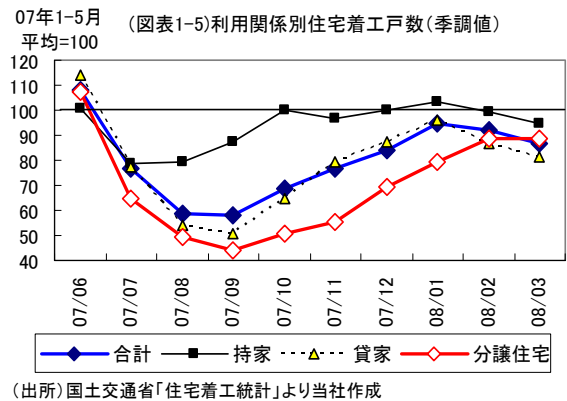


(2) 法改正の影響—巡後も弱含む住宅投資

足元では、改正建築基準法の影響緩和に伴う住宅投資の反動増が見られているが、当初期待していたほどのインパクトはないようだ。新設住宅着工戸数は2007年9月を底に回復基調をたどってきたが、法改正が行われる前の水準に到達する前にピークアウトの兆しが出てきている(図表1-5)。法改正が行われたことで、審査が滞っていた案件が実際に着工に結び付くことなく立ち消えとなったり、着工が先延ばしされたりしているようだ。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、3月は前年同月比で14.8%減と、2ヶ月連続でマイナス幅が拡大しており、回復ペースが幾分鈍っている。

こうした背景には、マンション在庫の積み上がりがあると考えられる。地価の上昇や建築資材の高騰を背景に、マンション価格が値上がりした結果、首都圏の契約率は好不調の境目とされる70%を9ヶ月連続で割り込んでいる(図表1-6)。

マンションの着工同様、住宅市場を牽引してきた貸家着工も地価の値上がりなどを背景に採算が悪化している。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可能性が高い。



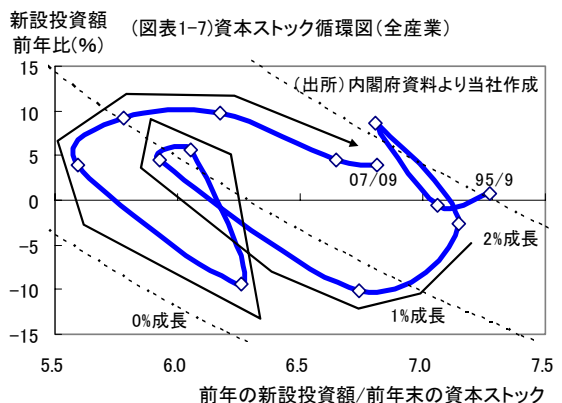
(3) 低調な推移が予想される設備投資

先述のとおり、企業行動に関するアンケート調査によると、今後3年間の日本の実質GDP成長率見通しが前年調査の2.1%を下回る1.8%となり、6年ぶりに鈍化した。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、数値の低下は日本経済の先行きに対する企業の見方が弱気化したことを示している。

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。期待成長率が低下(上昇)する場合、企業は売上の減少(増加)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調整しようとするところから、設備投資に消極的(積極的)になる傾向があるためだ。今回の調査で期待成長率が小幅ながらも低下したことは、企業が考える適正な設備ストックの水準を引き下げる意味を持つ。

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、ここ数年は期待成長率2%を示すラインに向かって動いていたが、2%ラインに近づくにつれて次第に横軸へと接近する動きになっている(図表1-7)。設備投資は2003年度以降、増加基調を持続してきたが、足元では、企業が保有する資本ストックの水準が、既に必要と考えるレベルに概ね到達しつつあるため、設備投資を増やそうという意欲が低下している様子を示しているものと考えられる。今回の企業行動に



関するアンケート調査では、今後3年間の設備投資見通しが2年連続で低下した（図表1-8）。3月調査の日銀短観で2008年度の設備投資計画が過去5年間で最も奮わない結果となっていたとおり、今後の設備投資は低調な推移が続く可能性が高い。

企業行動に関するアンケート調査では、設備投資の目的についても調査を行っている。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1-9）。ただ、過去3年間に比べると大きく占率が落ちていることから、ここ数年見られてきたような規模の拡大によって収益を模索しようとする動きは一旦弱まると考えられる。海外投資の占率も4.7→4.4%へと低下しており、海外景気の鈍化を設備投資計画に織り込む動きも見られる。

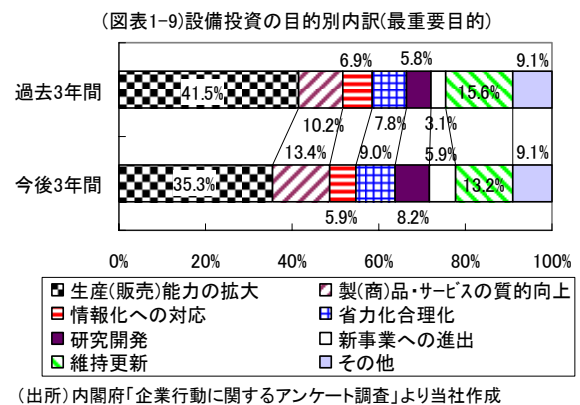
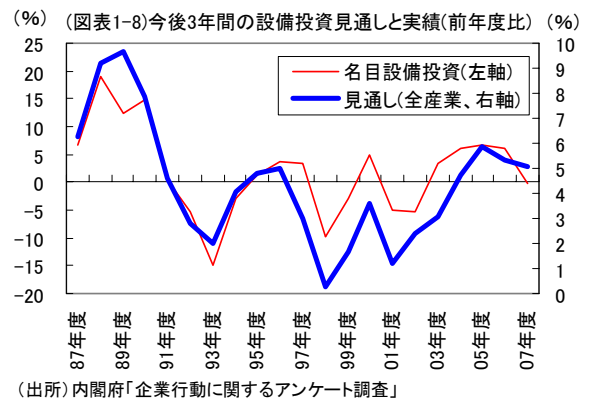
一方で、「製（商）品・サービスの質的向上」や「研究開発」、「新事業への進出」に対する重要度が高まっている点は注目だ。グローバル化の進展による世界的な競争激化に伴い、付加価値の高い製品やサービスを提供することが他企業との差別化を図る上で重要となりつつある現状を企業が強く意識している様子が見えてくる。国内市場に目を向けても、年金不安や将来の増税懸念などを背景に消費者の財布の紐は緩みにくくなっており、家計は本当に欲しい物にしか手を出さない傾向が強まっている。以前にも増して、消費者のニーズにあった魅力ある商品やサービスを提供することが必要となっていることも背景にあるだろう。今後企業が生き残っていくためには、このような目的での設備投資を継続していくことが不可欠と考えられることから、設備投資の鈍化ペースを和らげる要因として寄与しよう。

先述のとおり、既に企業の保有する資本ストックが心地良い水準に達しつつあることなどから、今後の設備投資は低調な推移が続くと予想する。ただ、日銀短観の設備判断DI（全規模・全産業）はゼロと、企業は設備過剰感を感じていないこと、企業を存続させるための潜在的な設備投資ニーズが存在することなどから、設備投資が大きく落ち込む事態は避けられる可能性が高いと考える。

（４）頼みの綱の輸出は腰折れを回避

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、新興諸国などその他地域向けの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、2008年後半の米国景気が、力強さは見込めないものの、次第に持ち直してくると予想されるほか、新興諸国の内需が以前に比べると底堅さを増している。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。



IMFの世界経済見通しによれば、2008、2009年の世界経済の成長率は2007年より鈍化するものの、日本の世界輸出が増加基調を維持する可能性が高いことを示唆している（図表1-10）。その他地域向け輸出が下支えとなっている間に、米国やEU向け輸出が再度持ち直してくることで、輸出の腰折れは回避できると予想する。

（5）コアCPI上昇率は緩やかな鈍化を予想

3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1.2%上昇と、消費税率が引き上げられた1997年度を除けば1993年10月以来の高い伸びとなった。

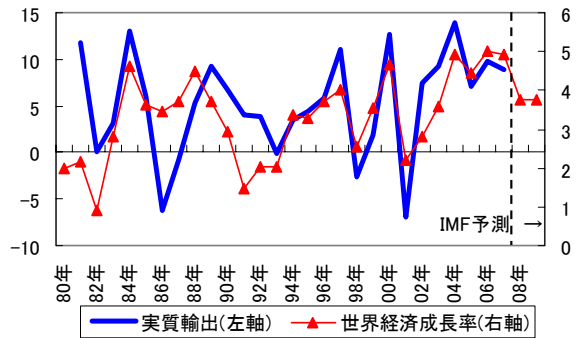
背景にあるのが昨今の国際商品市況高である。コアCPI上昇率は、プラス転換した昨年10月から今年の3月まででプラス幅が1.1%も拡大したが、そのうち、ガソリンが0.37%ポイント、灯油が0.20%ポイント、ガスが0.06%ポイント、生鮮食品を除く食料が0.33%ポイント押し上げており、これら4つの品目で上昇分の大半を説明できる状況だ（図表1-11）。コアCPIの基調を示す、エネルギー価格など振れの激しい項目などを除いた「その他」部分もプラス転換しているが、航空運賃やタクシー代などの値上がりが目立っており、エネルギー高の影響を受けている側面も大きい。

ただ、直近で一番の押し上げ要因となっているエネルギー分野に関しては、今後、前年比ベースの押し上げ幅が次第に縮小する可能性が高いとみる。足元の原油価格は、WTIが130ドル/バレルに接近しつつあり、依然として高値での推移が続いているが、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需給が幾分緩和すると予想されることなどから、これまでと比べれば上昇ペースが鈍化する可能性が高いと考えられるためだ。WTIの伸びと、コアCPI上昇率に対するエネルギー分野の寄与度は連動して動く傾向がみられるが、WTIが一段と上昇して2008年度末に180ドル/バレル程度まで上昇しない限り、エネルギー分野の寄与度は今後縮小するとみられる（図表1-12）。

一方、生鮮食品を除く食料については押し上げ効果が一段と強まりそうだ。生鮮食品を除く食料について、足元でどのような品目が値上がりしているのかを調べると、パンやめん類など小麦と関連の深い品目の値上がりが顕著となっている。小麦の価格については、2007年4月に1.3%、10月に10%の価格引き上げが行われており、こうした影響がコアCPIにもあらわれてきている。

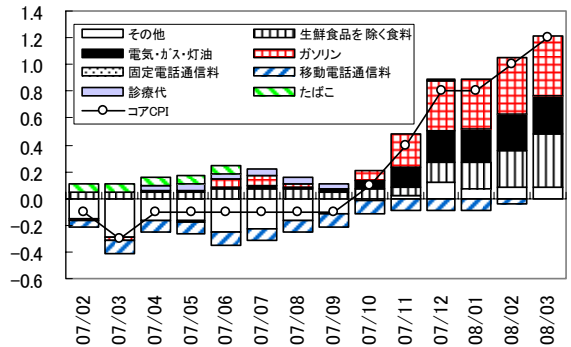
小麦の売渡価格については、この4月からさらに30%ほど引き上げられている。2007年10月に10%引き上げられた後、CPIにおける小麦関連品目がどの程度値上がりしたかを調べたのが、図表1-13

前年比(%) (図表1-10)世界経済成長率と実質輸出 前年比(%)



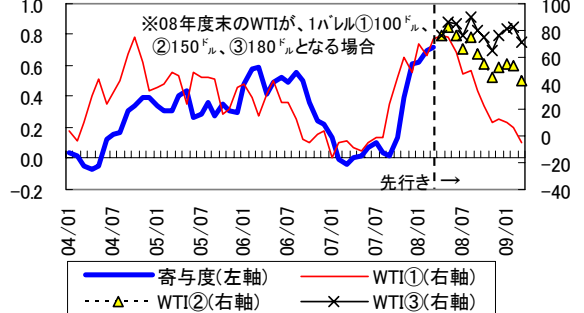
(出所) IMF、内閣府

% (図表1-11)全国コアCPIの推移(前年同月比寄与度)



(出所)総務省「消費者物価指数」より当社作成

前年比(%) (図表1-12)コアCPIに対するエネルギー価格の寄与度とWTIの伸び 前年比(%)



(出所)総務省「消費者物価指数」等より当社作成

である。価格引き上げ前の2007年9月と、消費者物価の最新データである2008年3月を比べると、同図表の23品目によってコアCPI上昇率が0.18%ポイントほど押し上げられている（ただ、この数値は、小麦価格の上昇による影響だけでなく、その他原材料の値上がり等、他の要因による影響も含まれた結果である）。4月からの小麦の値上げ幅が昨年10月の3倍になっていることだけを考えると単純計算すれば、今後半年間にコアCPI上昇率は0.5～0.6%ほど押し上げられることとなる。米国農務省の穀物需給予測によれば、小麦の2008年期末在庫は3年連続で減少する見通しとなっており、小麦市場の逼迫傾向は続く見込みである。今後も小麦関連商品が食料価格を押し上げる可能性が高い。

ただ、商品市況高の影響を除けば、物価上昇圧力が大きく高まる展開は見込みにくい。国内景気は足踏み状態が続いているが、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消費者の購入点数が減少したり、相対的に値段の安いPB商品などに需要が流れているといった話が聞かれる。消費者のインフレ期待が高まることで自己実現的にインフレが引き起こされてしまうといった、一部が懸念するようなシナリオは、現実のものにはならないとみている。

（6）金融政策の次の一手は2009年度始以降の利上げを予想

4月の日銀展望レポートでは、日銀シナリオのキーワードとなっていた、「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとで、息の長い拡大を続ける」との一文が消えたほか、先行きについては、「概ね潜在成長率並みの緩やかな成長を続ける可能性が高い」とされ、プラスの需給ギャップが拡大していくとの見通しが放棄された。先行きの金融政策運営については、従来の「金利は引き上げていく方向にある」との方針が撤回され、「現在のように不確実性が極めて高い状況のもとで、先行きの金融政策運営について予め特定の方向性を持つことは適当ではない」と、ニュートラルなスタンスで臨むことが強調されている。景気見通しに関しては、下振れリスクが上振れリスクを上回るとの判断も示されており、金利正常化路線は一旦棚上げされた形だ。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かれよう。

ただ、日銀の次の一手は利上げの可能性が高いとみている。国内景気が深刻な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年後半には緩やかながらも持ち直すことが予想されるため、そうしたリスクはかろうじて回避されよう。

次の利上げは、米国景気が持ち直し、FRBが再利上げに動くのを確認できる2009年度始以降と予想する。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、年度内にもう一度追加利上げが実施されよう。無担保コールレート（翌日物）は、2008年度末に0.50%、2009年度末に1.00%と予想する。

（図表1-13）小麦関連品目のコアCPI上昇率への影響

品目	CPIに占めるウェイト	07/09		08/03		寄与度変化 07/09→08/03
		上昇率(%)	コアCPIへの寄与度	上昇率(%)	コアCPIへの寄与度	
パン	74	0.7	0.005	8.2	0.063	0.058
めん類	46	-0.8	-0.004	9.8	0.047	0.051
小麦粉	3	-0.8	0.000	3.8	0.001	0.001
カステラ	4	2.8	0.001	1.2	0.001	-0.001
ケーキ	37	1.1	0.004	5.7	0.022	0.018
せんべい(小麦粉)	4	0.8	0.000	2.6	0.001	0.001
ビスケット	11	-2.2	-0.003	-1.0	-0.001	0.001
調理パン	11	-0.4	0.000	3.3	0.004	0.004
調理パスタ	3	0.3	0.000	3.8	0.001	0.001
クロック	17	-0.3	-0.001	1.7	0.003	0.004
カツレツ	15	-0.5	-0.001	1.9	0.003	0.004
ぎょうざ	14	-3.3	-0.005	2.1	0.003	0.008
冷凍調理クロック	14	4.7	0.007	6.2	0.009	0.002
うどん(外食)	24	0.5	0.001	1.1	0.003	0.001
中華そば	27	0.2	0.001	1.2	0.003	0.003
スパゲッティ(外食)	8	0.4	0.000	0.6	0.000	0.000
天どん	16	0.7	0.001	0.7	0.001	0.000
えびフライ	25	0.0	0.000	-0.4	-0.001	-0.001
ぎょうざ(外食)	22	-0.6	-0.001	0.9	0.002	0.003
ハンバーガー	13	2.6	0.004	4.7	0.006	0.003
サンドイッチ	19	0.0	0.000	0.6	0.001	0.001
ピザパイ	38	0.1	0.000	0.9	0.004	0.003
ドーナツ	19	0.8	0.002	10.0	0.020	0.018
合計						0.185

（出所）総務省「消費者物価指数」より当社作成

2. 米国経済見通し

〈要 約〉

米国経済は、サブプライム問題による住宅市場の回復の遅れや個人消費の減速から、減速基調が強まっている。しかし、積極的な財政・金融政策や堅調な海外需要によって深刻な景気後退は回避され、信用収縮懸念も徐々に後退、年後半以降は持ち直しに向かうと予想する。2009年は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。

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いていくと考えられるが、底打ちは年終盤以降となりそうだ。

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、雇用環境の軟化も重なって減速基調が続こう。ただ、年半ばには戻し減税による一定の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維持しているため伸びが鈍化しよう。ただし、堅調な海外需要に支えられ、金融業以外では増益基調が続くと考えられること、設備稼働率は依然高水準で生産能力が不足気味であることから、底堅さは維持しよう。

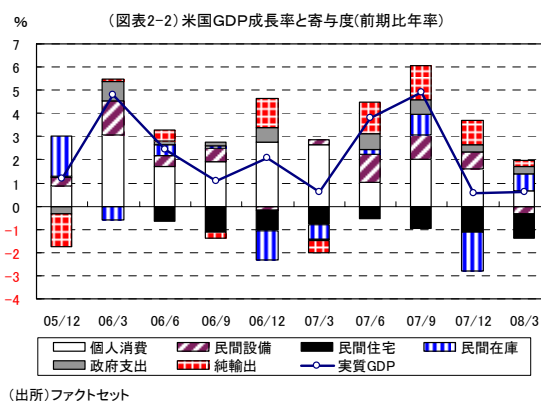
FRBはインフレと景気下振れリスクの両にらみで、しばらくは様子見姿勢を続けよう。ただし、信用収縮懸念は最悪期からは脱する方向にあり、これまでの利下げ効果がラグをおいて現れることも考慮すると、景気の持ち直しが明確となる年明けには利上げに転じると予想する。

(図表2-1) 米国実質GDP

◀前期比年率▶	暦年ベース			予測								
	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	2.2%	1.7%	2.1%	0.6%	0.6%	1.5%	1.9%	1.1%	2.2%	2.6%	2.8%	2.9%
個人消費支出	2.9%	1.7%	1.8%	2.3%	1.0%	1.3%	2.7%	0.5%	1.6%	2.1%	2.5%	2.5%
民間住宅投資	-17.0%	-21.9%	-4.7%	-25.2%	-26.6%	-23.4%	-16.7%	-7.6%	0.6%	1.1%	1.7%	2.3%
民間設備投資	4.7%	2.8%	3.7%	6.0%	-2.5%	0.2%	2.8%	3.5%	4.1%	4.3%	4.6%	5.0%
民間在庫(寄与度)	-0.3%	0.0%	0.1%	-1.7%	0.7%	-0.1%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
純輸出(寄与度)	0.6%	0.6%	0.2%	1.0%	0.3%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
輸出	8.1%	7.1%	5.1%	6.5%	5.5%	5.0%	4.7%	4.2%	5.2%	5.4%	5.6%	5.6%
輸入	1.9%	1.8%	2.8%	-1.4%	2.5%	2.6%	3.3%	2.1%	2.6%	3.0%	3.4%	3.8%
政府支出	2.0%	2.1%	1.5%	1.9%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
内需(寄与度)	1.8%	1.0%	1.9%	-0.1%	0.3%	0.2%	1.9%	1.0%	2.0%	2.4%	2.7%	2.8%
最終需要(寄与度)	2.1%	1.0%	1.8%	1.6%	-0.4%	0.4%	1.9%	0.8%	1.9%	2.3%	2.6%	2.7%

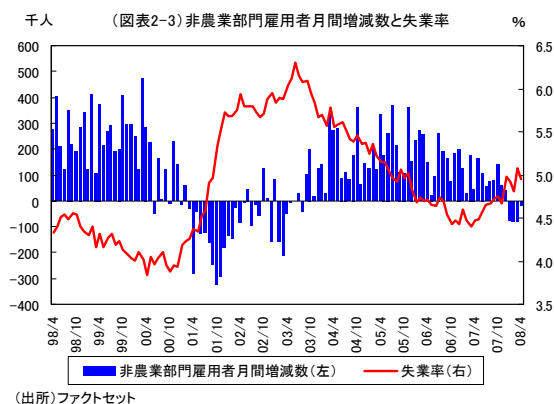
(1) 深刻な景気後退は回避、年後半からは持ち直し

1-3月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率0.6%と、2期連続の低成長にとどまった(図表2-2)。個人消費は同1.0%増、設備投資は同2.5%の減少と、いずれも減速基調が強まっている。住宅投資は同26.6%減とマイナス幅が拡大し、成長率を1.1%押し下げた。海外需要を受けた純輸出の寄与度は0.3%の小幅プラス、在庫投資の寄与度もプラス0.7%となった。一部で懸念されていたマイナス成長は免れたものの、純輸出と在庫投資を除いた最終国内需要では0.4%のマ



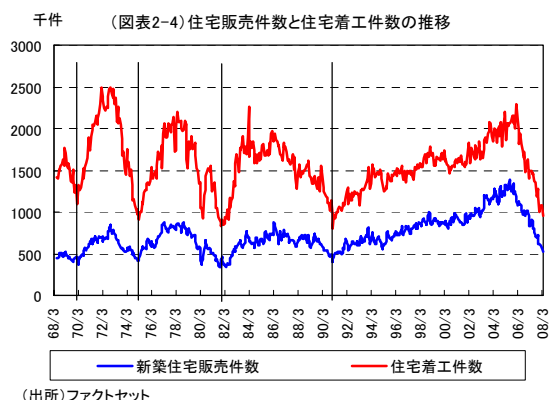
イナス成長で、こちらの方がより景気実態に近いと考えられる。

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個人消費の減速から、景気後退リスクが高まっている。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るとしても、最終国内需要は弱く、雇用者数の減少も続いていることから、後々NBER（全米経済研究所）によって、定義上の景気後退と判定される可能性が高い。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月20-30万人というレベルにはほど遠く（図表2-3）、企業は過剰設備や過剰在庫も抱えていない。積極的な財政・金融政策や堅調な海外需要によって深刻な景気後退は回避され、信用収縮懸念も徐々に後退、年後半以降は持ち直しに向かうと予想する。2009年は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。

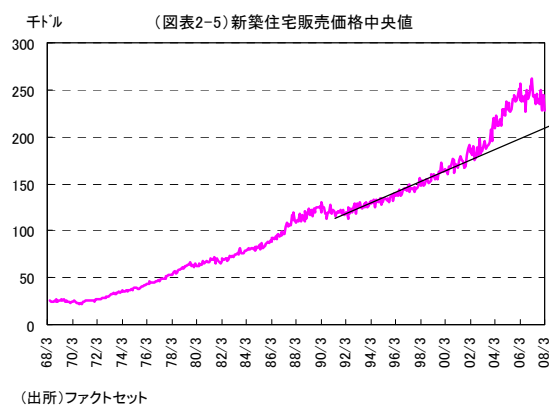


(2) 減速が続く住宅市場も年終盤には底打ちへ

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、貸出基準厳格化や物件差し押えなどの影響で、減速基調を強めている。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10ヶ月分前後と依然高水準である。上期中は多くのサブプライムローンが初期優遇期間のリセットを迎えることもあり、今しばらくは減速基調が続くそう。



ただし、次第に底打ちに向かう兆しも見え始めている。新築販売件数と住宅着工件数について、足元の推移を過去40年のパターンと比較してみると、販売・着工件数ともいまだ減少基調にはあるものの、40年間で4回見られた大底の水準に近づきつつある（図表2-4）。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、販売・着工とも今年の秋口には過去の底打ち水準にほぼ到達する計算になる。



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直前まで（1991年1月-2003年9月）の新築販売価格の推移をトレンドとみなして延長してみると、現在低下している新築販売価格はトレンド線に接近しつつある（図表2-5）。この先も昨年7月からの価格低下ペースが続いた場合、新築販売価格がトレンド線のレベルに戻る時期は、今年の秋口頃という計算になる。

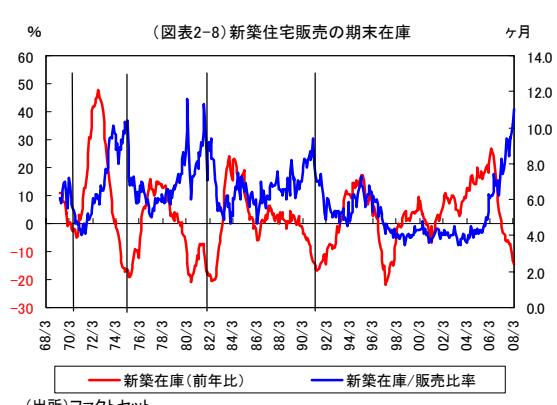
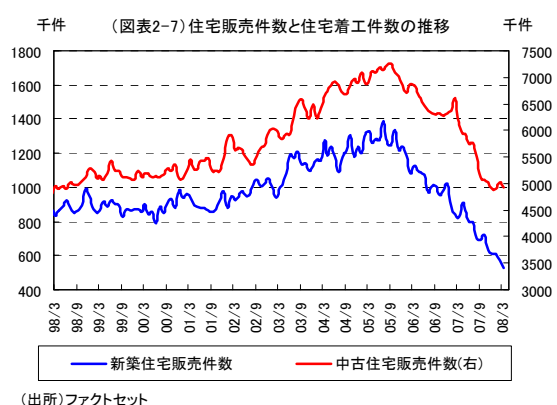
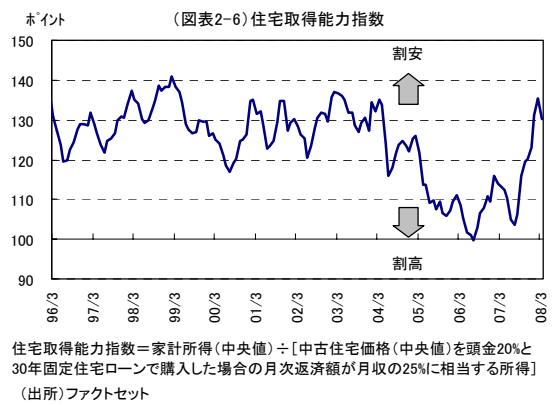
また、価格だけでなく、金利水準と所得を加味して割安度合いを測る指標として、住宅取得能力指数がある。これは、中間的な所得層が中古住宅を頭金20%と30年固定金利の住宅ローンで購入

した場合の指数で、数値が大きい方が割安を意味する（図表2-6）。グラフを見ると、これまでの住宅販売価格の低下と金利低下、および所得の増加が重なって割高感は薄れ、既に住宅ブーム前の割安水準まで戻っている。ちなみに4月16日に発表されたある世論調査では、「今は住宅の買い時ではない」と答えたのは全体の42%だったのに対し、「今が住宅購入の好機」と答えたのは過半の54%を占めた。低額物件などを物色する顧客が増え始めている模様だ。実際、割安物件が出回っていると考えられる中古住宅市場においては、ここ数ヶ月、販売件数自体に下げ止まり感が出てきている（図表2-7）。

さらに、過去の在庫の動きを重ねて見てみると、在庫件数の前年比はマイナス20%に達するやや手前で縮小方向に転じており、そのタイミングで新築販売と着工が底打ちしていることがわかる（図表2-8）。ある程度在庫の削減が進んだところで、販売業者と消費者のマインドが上向き、販売と着工が底を打つということは容易に想像できるが、それは在庫件数の前年比での減少幅が縮小方向に転じる時期にあたるようだ。住宅着工が抑制されていることもあって、新築の在庫件数自体は2006年の7月をピークに減少傾向が続いている。足元の新築在庫の前年比はマイナス14.6%であるが、この先も昨年7月からの減少ペースが続いた場合、今年の夏場にはマイナス20%に達することになる。また、過去において在庫の前年比が縮小方向に転じているのは、在庫件数自体が減少し始めて1年半から2年経過した時点であるが、足元の新築在庫件数の減少傾向は既に1年8ヶ月続いている。

一方、新築販売に対する在庫比率は依然高水準であり、この比率が大幅に低下しないことには着工件数は上向かないという意見もあるが、過去の着工の底打ちタイミングはいずれも在庫比率がほぼピークの時で、その時点での比率は概ね10ヶ月分前後となっていた（図表2-8）。現在の新築在庫比率はちょうど10ヶ月分前後で高止まっており、もう底打ちに向かっても不思議ではない。

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リセットを迎えるが、一部では、差し押さえ防止や借り換え支援に向けた動きも出始めている。また、このところ、ファニーメイやフレディーマックといったGSEの保証および買い取り上限額の引き上げ、自己資本規制の緩和なども発表されており、それら政策効果もある程度の下支え要因にはなりそうだ。米国の住宅市場では、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、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、長く暗いトンネルの先にわずかに光が見え始めた状態であり、年終盤には底打ちに向かう可能性が



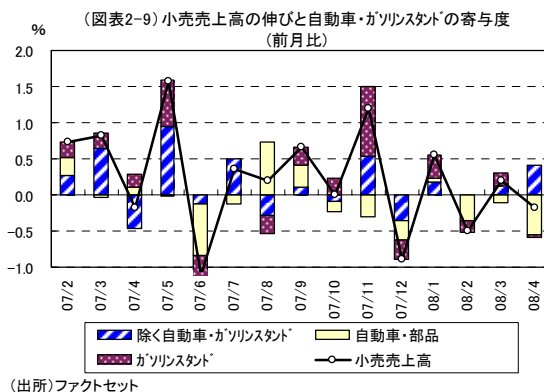
あるとみている。

(3) 個人消費の基調は弱いが減税効果が押し上げ

小売売上高はここ数ヶ月、月次で増減を繰り返しているが、均せば横ばい状態が続いている（図表2-9）。中でも自動車や、住宅市場低迷の影響を受けた家具、家電、建材は不振が続いている。また、メーシーズやJCペニーといった中間層クラスを中心に百貨店売上の不振が続いているが、一方でウォルマートの売上は底堅く、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見られる。

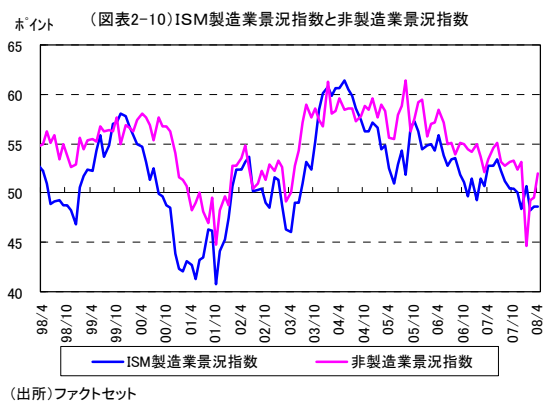
足元では、金融市場の混乱や住宅市場の低迷に加え、原油や食品価格の上昇による実質購買力の低下、雇用環境の軟化などが個人消費の下押し要因となっている。景気の先行き不透明感が漂う中、原材料コストの上昇もあって、企業は引き続き雇用に関して慎重姿勢である。ガソリンや食品の価格上昇分を除けば、実質ベースでの個人消費の基調は弱い。

合計1,100億ドルにおよぶ戻し減税の還付が既に4月28日から始まっているが、それなりの景気押し上げ効果は期待できよう。過去、2001年と2003年にも戻し減税が実施されたが、いくつかの実証研究の平均的な結論によれば、税還付直後には総額の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。ロイター/ミシガン大学が4月に実施したアンケート調査では、今回の税還付額のうち消費に回るのは30%、貯蓄が25%、債務返済が45%という回答が得られている。そこで、当初は貯蓄や債務返済に回った中からも後々消費に向かう分を見込み、1,100億ドルの税還付のうち、4割弱の400億ドルが消費に回ると仮定する。4-6月期に始まり、7-9月期をピークに年明けまで順次消費に上乘せされるとすると、税還付が無かった場合に比べ、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2.3%ポイント、3.7%ポイント押し上げる効果が見込まれる。ただし、それ以降は押し上げ効果が逡減するため、成長率に対しては反動によるマイナス効果が3四半期続くことになる。戻し減税は本来の所得にプラスアルファで受け取るものなので、それが無くなれば、また元の所得水準に戻る。したがって、景気押し上げ効果としては一時的なものになるが、最も景気下押し圧力が強まる時期の下支えにはなりそうだ。2009年にかけては、信用収縮懸念は後退、住宅市場も回復に転じると見込まれることから、個人消費は堅調な景気拡大ペースを取り戻すとみている。



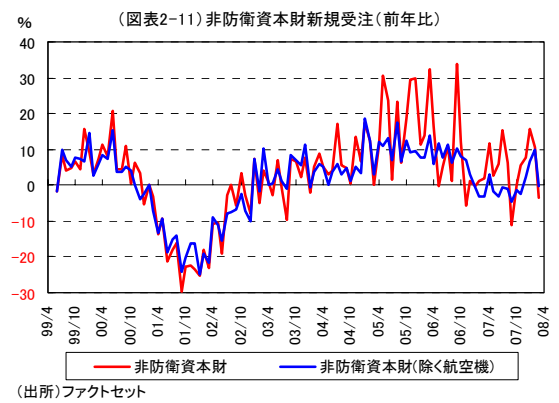
(4) 設備投資は伸び鈍化も底堅さは維持

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いる（図表2-10）。景気の先行き不透明感から企業は慎重姿勢を維持しており、設備投資の伸びは鈍化が見込まれる。ただ最近では、活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイントはやや下回っているが、さらなる悪化は見られなくなった。一方、ISM非製造業景況指数は、住宅関連や金融業が含まれるにもかかわらず、2月以降3ヶ月連続で上昇し、4月に



は 50 ポイントを超えた（図表 2-10）。米国経済では非製造業のウェイトが大きく、雇用面でも牽引役となっているため、企業部門全体の活動を下支えしよう。

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）には、一時持ち直しの動きが見られていたが、足元では再び伸びが弱まっている（図表 2-11）。それでも、2001 年当時の景気後退期のような大幅な落ち込みは見られない。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、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な低水準にあり、景気回復局面では、早目に生産が拡大に向かう可能性を示唆している。設備稼働率は依然 80% 近辺の高水準で推移しており、生産能力は不足気味といえる。堅調な海外需要にも支えられ、金融業以外では増益基調が続くと考えられることから、設備投資の底堅さは維持されよう。



(5) 信用収縮懸念は今しばらく燃る

景気後退リスクが高まる一方で、3月以降に矢継ぎ早に発表された流動性供給策や、大手証券ベアー・スターンズに対する事実上の救済、予想ほど悪くなかった大手金融機関の決算発表などにより、市場の信用収縮懸念はやや和らいだ形となっている。企業の信用度を示す CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場でのスプレッドは、年明け以降、急激に拡大してきたが、3月以降は縮小に転じている（図表 2-12）。



MBS（住宅ローン担保証券）などを担保に、金融機関に国債を貸し出す制度である TSLF（ターム証券貸出ファシリティー）の入札では、最近では応札倍率が 1 倍に満たない「札割れ」が頻繁に生じている。プライマリー・ディーラー（証券会社）や銀行向け公定歩合貸出の残高も前週比で減少することが目立ってきた。これらは、短期金融市場において金融機関の資金繰りの逼迫度が緩和している様子を示している。最近の金融機関の損失計上は市場の想定内に収まるケースが増えてきている。また、追加損失が拡大しても、同時に増資が発表されることが多く、市場では損失が自己資本で十分処理できるという安堵感が広がった。

金融機関の損失計上からくる信用収縮懸念は、最悪期からは脱しつつあるかもしれないが、火種はまだ残っている。サブプライム関連の損失に関しては、かなりの部分まで保守的に引き当てが進んだとみられるものの、商業用不動産ローンや LBO（レバレッジド・バイ・アウト、資金調達として借入を使った買収）ローンでも損失が表面化しており、不透明感は今しばらく残ろう。モノライン各社の資本増強問題についても、まだ解決したわけではない。当社でも 1-3 月期が損失計上の底だとみているが、それが確認できるのは、4-6 月期決算の状況がある程度見えてからだろう。4-6 月期の損失が 1-3 月期よりも小幅にとどまり、収束の方向性が見えたところで初めて、振りかえってみれば 1-3 月期が底といえるのではないだろうか。保守的に引当を積んできた分、後になって逆に繰戻し益が発生することも想定される。

一方、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、証券化商品買取ファンドの創設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。

(6) 金融政策はしばらく様子見後、年明けに利上げ

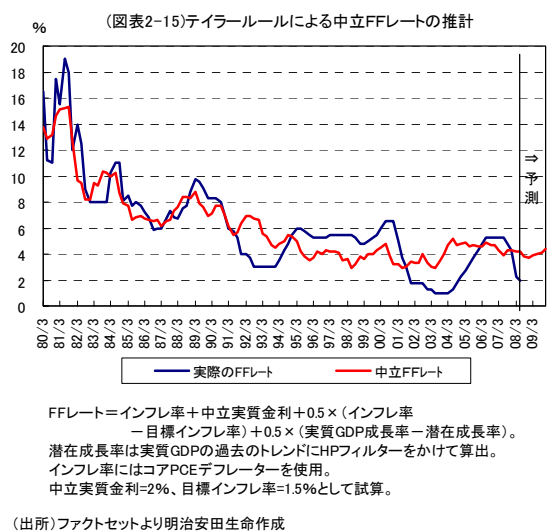
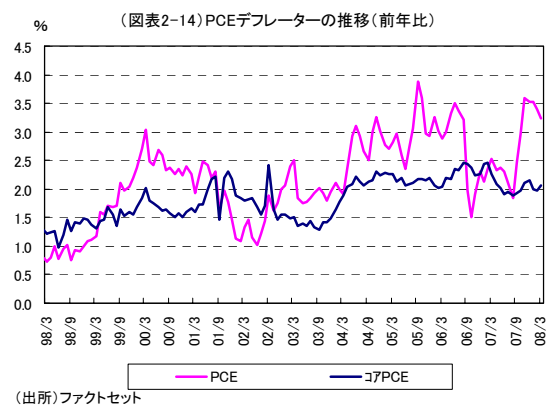
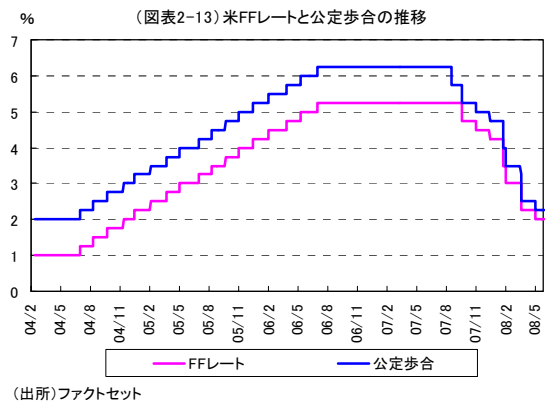
4月29-30日に開催されたFOMC(米連邦公開市場委員会)では、FFレートの誘導目標が25bp引き下げられ、2.0%となった(図表2-13)。昨年9月以降の累計の利下げ幅はこれで325bpに達した。FRBが注視するコアPCEデフレーター(直近3月分データで前年比2.1%)を差し引くと、FFレートはこれで若干の実質マイナス金利になったことになる。

会合後の声明文では、「経済成長と価格安定のために必要に応じて行動する」という締めフレーズは残されたものの、「成長への下振れリスク」が削除されたことから、政策スタンスは利下げバイアスから中立へ戻ったとみなせるだろう。しかし、景気の先行きに対する見通しは弱く、最近の市場の楽観的な見方とは裏腹に、タイトな信用状況も続くという認識だ。インフレ率は高いが、向こう数四半期で鈍化するという予想は変わっていない。

確かにPCEデフレーターは総合・コアともに伸びは高めだが、前年比ベースでの更なる加速は見られなくなってきた(図表2-14)。目先の景気が後退に陥るかどうかという状況で、需給ギャップ面からはインフレ率が高まる展開は考えにくい。

FFレートの中立水準について、テイラールールを用いて試算した結果、潜在成長率と実際の成長率との差であるGDPギャップは、直近の1-3月期でマイナスに転じたという結果が得られた。当社の見通しに基づけば、目先のGDPギャップはマイナス幅の拡大が続くが、来年には成長率の回復に伴い、ギャップは縮小していくと予想される。こうして得られたGDPギャップをもとに、FFレートの中立水準を試算してみたところ、直近の1-3月期は4.2%で、10-12月期に3.7%までは低下するが、逆に2009年10-12月期には4.4%まで高まるという結果が得られた(図表2-15)。

FRBはインフレと景気下振れリスクの両にらみで、減税効果を見極めるためにも、しばらくは様子見姿勢を続けよう。ただし、信用収縮懸念は最悪期からは脱する方向にあり、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、景気の持ち直しが明確となる年明けには利上げに転じると予想する。



3. 欧州経済見通し

〈要 約〉

ユーロ圏経済は、ここまで勢いが鈍化しつつも全体としては底堅く推移してきた。ただし、国別に見ると、イタリア・スペインは既に悪化、フランスは足踏みから減速、牽引役だったドイツにも先行き減速の兆しが見えてきている。ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の減速、過去2年間の利上げの累積的効果などが重なり、年内は減速基調の持続が予想される。しかし、金融不安が今後徐々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、年明け以降は、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・食品価格の上昇などの影響で、減速基調が続こう。ただ、ドイツを中心に高めの賃上げ率の実現するなど、家計部門への所得分配が徐々に進んでいることもあり、失速には至らないとみる。年明け以降は、徐々に回復に向かおう。

設備投資は、新興国の需要などに支えられる形で、足元では堅調に推移している。ただし、企業マインドは悪化しており、ユーロ圏を牽引してきたドイツの製造業活動にも減速の兆しが見られることから、今後拡大ペースは鈍化する可能性が高い。2009年には米国景気の持ち直しを受け、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、7-9月期および10-12月期に25bpずつ計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(08/3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	2.6%	1.8%	1.9%	0.4%	0.7%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.6%	0.7%	0.8%			
家計消費	1.5%	1.0%	1.2%	-0.1%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%			
政府消費	2.2%	1.4%	1.7%	-0.1%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%			
固定投資	4.2%	3.2%	2.2%	0.8%	1.6%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%			
純輸出(寄与度)	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	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	3.0%	1.9%	1.7%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%			

(1) ユーロ圏景気の減速はむしろこれから

1-3月期のユーロ圏実質GDP成長率(速報値)は前期比0.7%と、10-12月期の同0.4%から加速した(図表3-1)。需要項目別の内訳は6月3日の発表となるが、設備投資の増加が主な牽引役で、個人消費も増加に寄与したと予想される。ユーロ圏経済は、ここまで勢いが鈍化しつつも全体としては底堅く推移してきた。ただし、国別に見ると、イタリア・スペインは既に悪化、フランスは足踏みから減速、牽引役だったドイツにも先行き減速の兆しが見えてきている。そのため、年内は減速基調の持続が予想される。しかし、金融不安が今後徐々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、年明け以降は徐々に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。小売売上高は既に前年比マイナス圏にまで悪化している(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、今年の夏場以降、悪化傾向をたどっている。中東欧の低賃金労働力の活用などを背景に、賃金の伸びが抑制されていたという構造的な要因も消費者信頼感悪化の背景として挙げられよう。ただ、製造業を

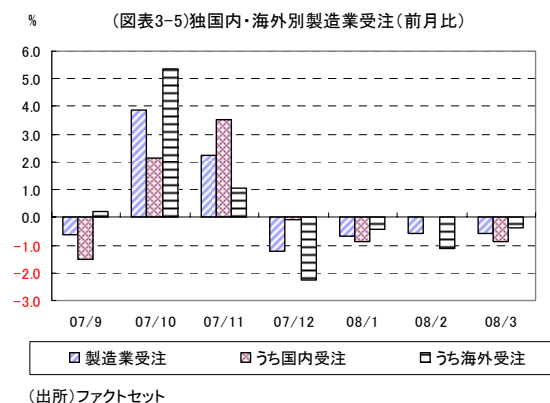
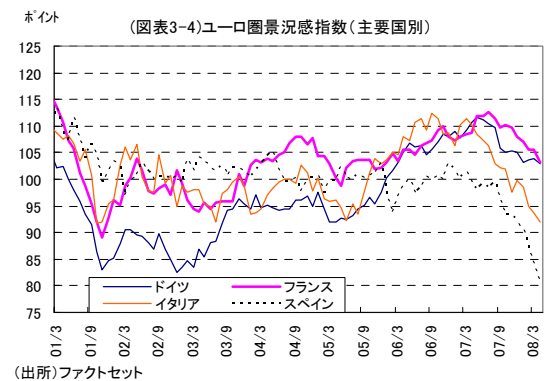
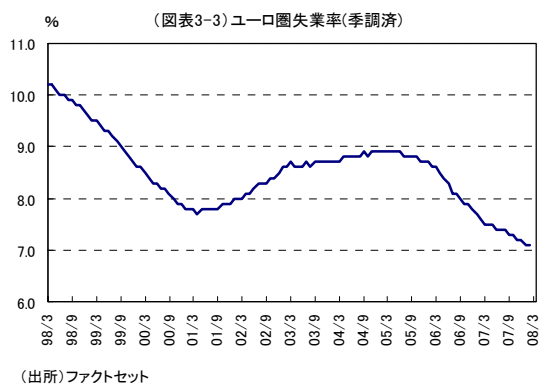
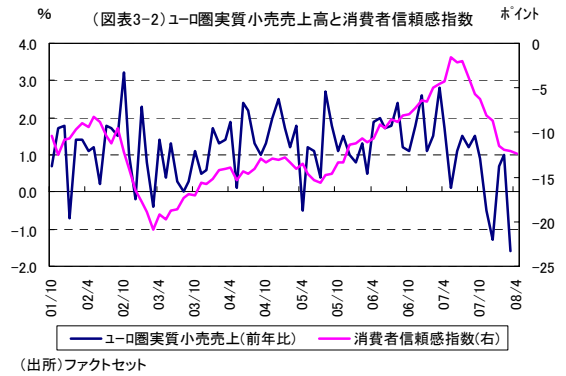
じめとした労働力不足感の持続的な高まりなどから、失業率の低下傾向が続いている（図表3-3）。ドイツを中心に高めの賃上げ率を実現するなど、少しずつではあるが企業部門から家計部門への所得分配が進んでいることもあり、個人消費は失速には至らないとみる。年明け以降は徐々に回復に向かおう。

設備投資は、新興国景気などに支えられる形で、足元では堅調に推移している。ただし、先行指標であるユーロ圏製造業受注は、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、ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の減速、過去2年間の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。その後10月の51.5を底に一旦反発したが、足元では再び低下傾向にある。実体面、マインド面いずれも弱含んでいることから、今後設備投資の拡大ペースは鈍化する可能性が高い。ただし、米国景気の持ち直しを受け、年明け以降は底堅さを取り戻そう。

（2）主要国間の景気格差が拡大

ユーロ圏では、このところ主要国間の景況感格差の拡大が目立つ（図表3-4）。ドイツは相対的に堅調だが、これは新興国向けの資本財輸出が好調なうえ、ドイツ企業が風力発電や太陽光発電といった環境分野に強みを持つことによる。ドイツ企業はITバブル崩壊以降、過剰設備・過剰雇用に苦しめられていたところに、シュレーダー前首相による労働市場改革も後押しとなって、リストラが進んだ。その結果、ドイツ企業のユーロ高、資源高に対する抵抗力は高まった。もっとも、製造業受注が4ヶ月連続で前月比減となるなど（図表3-5）、ここにきて先行きの生産活動の弱まりを示す指標も増えており、今後のドイツ景気の拡大ペースは鈍化する可能性が高い。

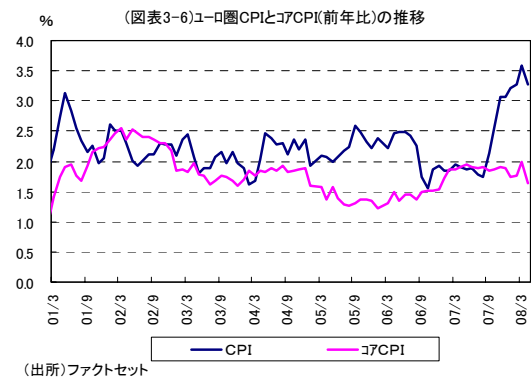
フランスはエアバスの受注増などもあって、一時期の停滞からは持ち直す動きが見られたが、足元では再び減速気味だ。イタリアは主要産出品目がアパレルなどの低付加価値品のため、アジアなどの低価格品と競合しやすい。また、ドイツ企業などに比べるとコスト削減への対応が遅れがちで、ユーロ高に対して脆弱な体質なのが弱点だ。スペインは住宅バブルの崩壊で景気悪化が深刻だ。スペインでは就業者に占める建設・不動産関連の割合が高く、雇用環境の悪化が消費減速につながっている。



(3) ドイツ景気の減速から ECB も利下げへ

4月のユーロ圏CPIは、前年比3.3%に伸びがやや鈍化したものの、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3-6）。エネルギーおよび食品を除くコアベースでは比較的落ち着いた動きとなっているが、人々にとって身近なエネルギーや食品価格の上昇は、インフレ期待の上昇につながりやすい。これが賃金上昇圧力に結びつき、賃上げに伴う企業のコストの一部が価格に転嫁されること

によって、物価が上昇に向かうことをECBは警戒している。ただし、上記のように、スペイン・イタリアは既に減速しており、これまでユーロ圏を牽引してきたドイツも先行き減速が見込まれることから、今後ユーロ圏景気は減速基調が強まると思われる。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、7-9月期および10-12月期に25bpずつ計50bpの利下げが行われると予想する。



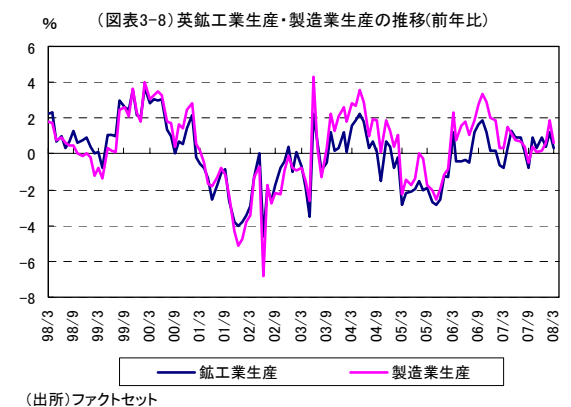
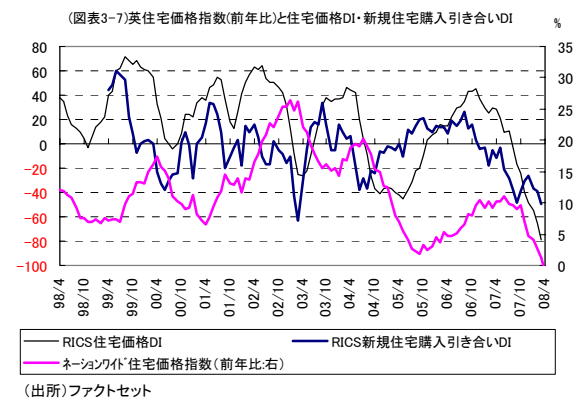
(4) 英国景気は減速が明確に

英国経済は、1-3月期実質GDP成長率が前期比0.4%と、2005年1-3月期以来の低成長となった。堅調な拡大ペースが続いてきた英国経済だが、住宅市場の減速や金融不安を背景として、景気拡大ペースは鈍化している。

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が前年比マイナスにまで悪化している。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（図表3-7）。住宅価格の調整は今しばらく続き、資産効果がさらに弱まると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ほぼ横ばい状態が続いているが（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、今後は弱含みの推移になると思われる。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、金融不安が徐々に解消に向かえば、家計や企業のマインドが持ち直す予想される。良好な雇用環境も個人消費の下支えとなろう。

BOE（イングランド銀行）は12、2、4月に25bpずつ利下げし、政策金利を5.00%とした。一方で、4月のCPIは前年比3.0%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の上限に達した。景気は減速基調にあるものの、強いインフレ圧力から、BOEは年内政策金利を据え置かざるを得ないと予想する。



4. 中国経済見通し

〈要 約〉

中国の1-3月の実質GDP成長率は前年同期比10.6%増と、5四半期ぶりに11%を割り込んだ。大雪という特殊要因もあるが、外需の伸び鈍化の影響も大きい。2008年の中国景気は、米国景気減速および人民元高の影響で外需の伸び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ことで、株価のV字反発が期待しにくいことなどから、年後半にかけても緩やかな減速基調が続くと予想する。2009年には、米国経済の持ち直しが予想されるものの、内需の回復ペースは緩やかなものにとどまり、成長率は7年ぶりに一桁台にまで低下すると予想する。

(1) 成長率は一桁台まで低下へ

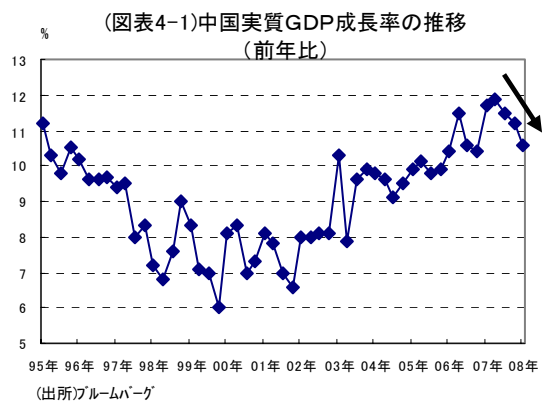
中国の1-3月期の実質GDP成長率は、前年同期比10.6%増となった。3期連続の伸び鈍化で、11%を割り込むのは5四半期ぶりとなる(図表4-1)。これには、1-2月の大雪という特殊要因のほか、外需の伸び鈍化も大きく影響している。成長ペースの鈍化は中国政府が望んでいた姿ではあるものの、2008年の8%という政府目標にはまだ遠いことから、引き続き、厳しい投資抑制策や引き締めの金融政策運営が継続されることとなる。

今後年後半にかけての中国景気は、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から、引き続き緩やかな減速基調が続くと予想する。2009年には、米国経済の持ち直しが予想されるものの、外需に比し内需の回復は相対的に緩やかなものにとどまろう。2008年の実質GDP成長率は、10.3%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4-2)。

本稿執筆の最終段階になって飛び込んできた四川大地震の影響は、現段階ではやや読みにくい。ただ、四川省のGDPが中国全体に占めるウェイトは4%に過ぎない。また、成都などの大都市は甚大な被害を受けていない模様である。被害地域の一時的な生産活動の低下は確実にしろ、時間が経つにつれ、逆に復興需要がGDPの押し上げ要因になると予想されることもあり、景気への影響は均せば比較的軽微なものにとどまるとみている。ただ、後述するように物価への影響はより警戒が必要だろう。

(2) 固定資産投資は緩やかに減速

2008年1-3月の全社会固定資産投資の伸びは、前年同期比24.6%増となった。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、1-9月の同25.7%増、1-12月(通年)の同24.8%増から、少しずつではあるが鈍化傾向が続いている(図表4-3)。1-2月



(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

の大雪は、企業の投資行動の制約となった可能性がある一方、災害復旧作業関連の需要が牽引役となった可能性もあることから、影響はやや読みにくい面があるが、少なくとも固定投資の減速基調が明確になったと断じるのは時期尚早といえそうだ。

1-4月の都市部の固定資産投資は同25.7%増で、1-3月の同25.9%増から若干鈍化した(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)。不動産バブル抑制の観点から注目されている不動産開発投資額は、1-4月は同32.1%増で、1-3月の同32.3%増

からはやはり若干減速したものの、伸び率は依然として高い。都市部の固定資産投資の伸び率が高いのは、農村部から都市部への人口流入が進み、都市化が進んでいることの反映という面もある。いずれにしても、当局が過剰投資への警戒感を緩める段階にはないことは確かだ。

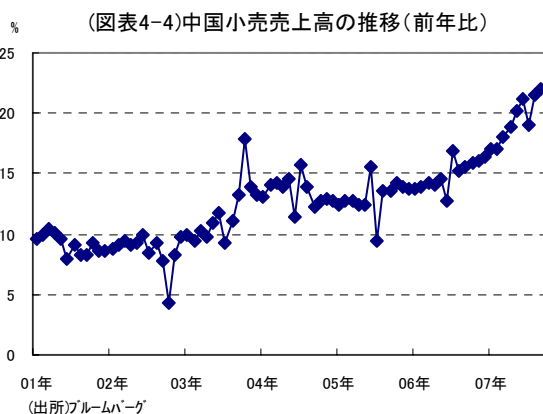
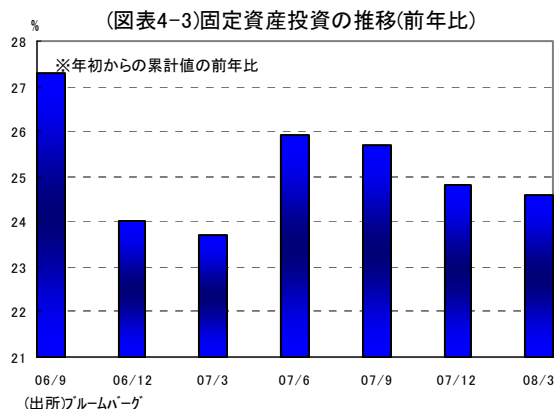
ただ、2008年後半から2009年にかけては、都市部についても固定資産投資の伸びの鈍化傾向が次第に明らかとなる展開を予想している。大きな理由は、中国当局による投資抑制策の継続が見込まれることである。昨年9月には、2軒目の住宅に係るローン最低頭金比率を従来の30%から40%に引き上げたほか、最低貸出金利も5年物貸出基準金利の0.85倍から、1.1倍に引き上げるなど、投機的取引の抑制を意識した不動産投資引き締め策が実施されている。12月には、買い替えも一部「2軒目」と評価するなど、「2軒目」の判定基準の厳格化が行われた。金融引き締め策の強化は年明け以降も行われており、こうした投資抑制的な政策は当面続けられる可能性が高い。

また、3月に行われた全人代では、環境政策の強化と消費主導型経済への転換が打ち出されている。これまでは経済成長と税収に偏りがちだった地方政府の評価項目も、環境重視の方向へと見直しが進んでおり、地方政府の過剰投資へのインセンティブは以前との比較では小さくなっている。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、2009年にかけても固定資産投資の伸びの鈍化傾向が続くと考えられる。ただ、四川大地震の復興需要は一定の下支えとなる。

(3) 個人消費は基本的に堅調推移

4月の社会消費財小売総額は、前年比22.0%増の高い伸びとなった(図表4-4)。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。都市部では同22.9%増、県以下の行政区域では同20.1%増とやや差があるものの、いずれも高い伸びには違いない。

品目別では、宝石・貴金属の同41.0%増、石油・石油製品の同45.4%増、穀物・食用油の同36.3%増、肉・卵の同30.8%増といったところが目立つ。石油・石油製品と、穀物・食用油の高い伸びはほとんどが価格上昇によるものだが、他の主要品目もおしなべて伸びており、家計の所得増や、株価上昇による資産効果、住宅ブームなどをある程度反映した動きと考えられる。小売上の伸びは、既に固定資産投資の伸びと大差ないレベルに上昇してきており、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よう。

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ことから、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。特に、最近では農村部から都市部への人口流入が加速しており、安定した所得を得る層の割合が上昇している。中国の昨今の消費ブームは、高所得者層から次第に中間所得者層へとすそ野を広げてきた段階であり、個人消費は今後も基本的に堅調な推移が続こう。もっとも、2008 年は株式市場が調整色を強めていることが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上昇の影響が残ること、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予想されることから、これ以上の大幅な加速は見込みにくい。物価高騰が沈静化に向かえば、社会消費財小売総額の伸びは、前年比 10% 台後半の水準に落ち着いてくると予想する。

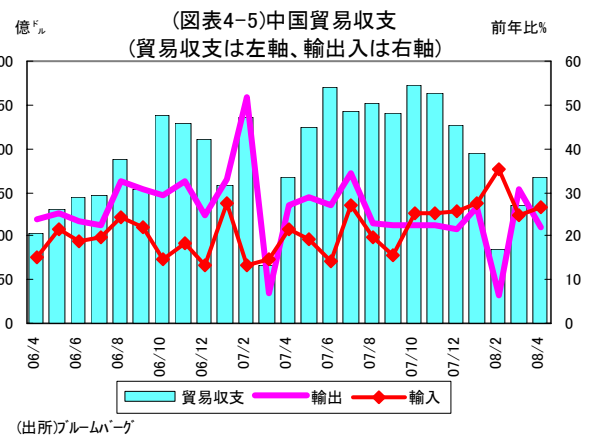
（４）外需は 2008 年後半にかけ減速

貿易黒字は、昨年 4-6 月期の同 75.0% 増から、7-9 月期は同 50.8% 増、10-12 月期は 12.6% と、ここ数四半期で急速に伸びが鈍化、2008 年 1-3 月期は前年比 10.6% 減と、2005 年 1-3 月期以来の縮小に転じた。ただ、月次ベースでは 3、4 月とやや持ち直す兆しも見える(図表 4-5)。

他の需要項目同様、大雪の影響でトレンドがややわかりにくくなっているものの、輸出の伸びは緩やかな減速傾向にあるようだ。米国向けの輸出が鈍化傾向にあるのは米国景気減速を反映した動きである。

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ているほか、当局による人民元高への誘導も一段と進むとみられることから、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。

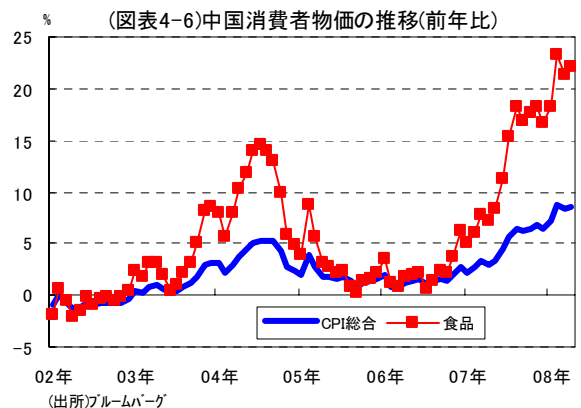
もっとも、国内の IS バランスが貯蓄超過である状況に大きな変化がないと考えられること、政府の景気引き締め政策が進むとともに、輸入の伸びも鈍化に向かうと考えられることから、貿易黒字の縮小傾向が長期化する可能性も低い。2009 年には米国景気の持ち直しによって輸出の伸びが徐々に回復、安定的な貿易黒字が持続する状況を予想する。



（５）物価高騰は徐々に緩和へ

4 月の CPI（消費者物価指数）の伸びは前年比 8.5% と、3 月の同 8.3% から再び加速した(図表 4-6)。CPI は、雪害の影響で大きく跳ねた 2 月から、3 月にはいったん伸びが鈍化したため、これが持続的な動きになるかどうか、4 月の統計が注目されていたが、根強いインフレ圧力が残っていることが改めて示された形だ。

4 月の加速は、食料品価格が前年比 21.4% から同 22.1% へと加速した影響が大きい。2 月の際も食料品価格高騰の影響が大きかったが、政府は旧正月期



間に、大雪被害に見舞われた貴州、安徽、江蘇など中南部地域に備蓄肉を放出するとともに、40万トンの野菜を華北地域などから移送するなどの対策を講じた。その結果3月には野菜の上昇率が大幅鈍化、CPI全体の伸び鈍化につながったという経緯があった。

4月に関しては、当局は、国際的な穀物価格高騰の影響が大きかったと説明している。確かに、穀物価格は2月の前年比6.0%から3月には同6.8%、4月は同7.4%と、持続的に伸びが拡大しつつある。世界的な穀物需給の逼迫は当面続く見通しで、今後も高めの伸びが続く可能性が高い。肉・肉製品は前年比47.9%。特に豚肉は同68.3%と、いずれも3月から伸びが加速している。昨年は、4.8%のCPIの上昇のうち、1.5%が豚肉価格によるものだった。豚肉価格に関しては、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が期待されているが、一方で飼料となる穀物価格の世界的な需給逼迫が今後も続くと考えられることから、なかなか下がりにくい状況が続くと予想される。

ただ、政府の物価抑制策も少しずつ効果を現しつつある。既に昨年12月には、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が講じられたほか、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。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効果が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おり、一定の効果は期待できよう。4月の統計において、交通・通信が前年比1.7%の下落となったのは、エネルギー価格の抑制策が効いている可能性がある。

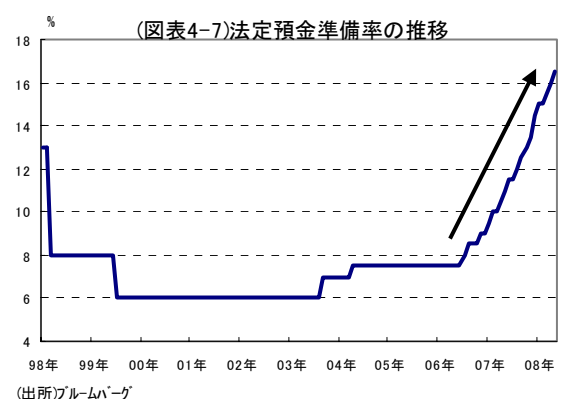
今年3月の全人代では、2008年の物価上昇率を2007年の実績と同じ4.8%にとどめるという目標が公表されている。温家宝首相は、物価抑制策として、①主食類、食用植物油、肉類などの生産・流通システムを支援、②トウモロコシなど主食類の工業用使用や輸出を抑制、③資源価格と公共料金の管理を強化し、物価上昇の悪循環を断ち切るなどの政策を発表している。2008年後半以降は政府の対策に景気減速の影響も加わって、物価は徐々に落ち着きに向かうというのがメインシナリオだが、ここへきて四川大地震も大きなリスクとして浮上してきた。四川省のGDPの占率が4%程度というのは前述のとおりだが、農業生産量は約8%を占め、特に豚肉の生産量は1割を占める。物流が滞った状況が続けば、農産物のさらなる高騰を招く可能性もあり、当面は物価上昇が景気への大きなリスクになり続けよう。

(6) 金融引き締め局面は終盤

金融当局は2006年以降、引き締め策を強化している。法定預金準備率は、5月20日から0.5%引き上げられることが発表されており、これで16.5%に達する(図表4-7)。今回の金融引き締め局面では14回目の引き上げとなる。

金利については、直近では昨年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%にそれぞれ上昇している(図表4-8)。

CPIの高い伸びが続いているため、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



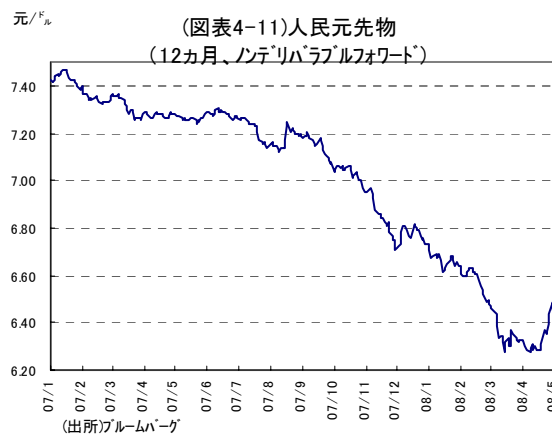
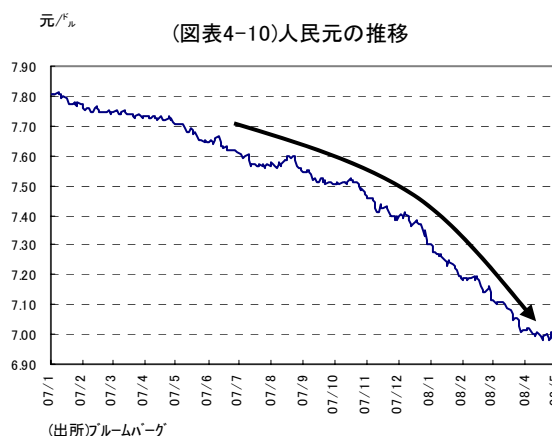
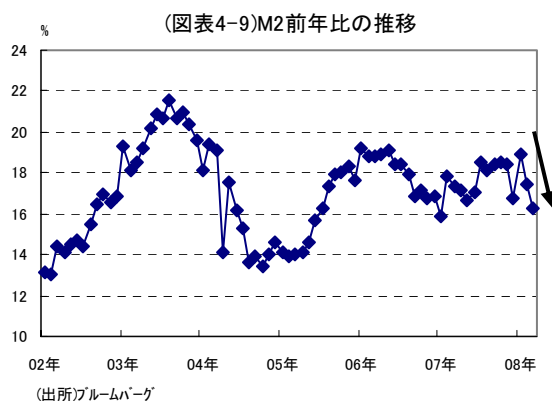
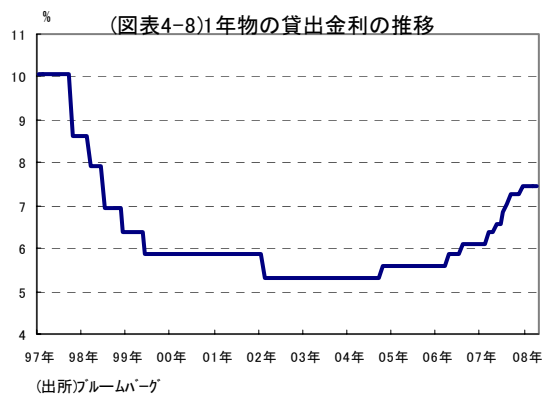
スであること、景気過熱感がまだ収まっていないことなどを考えると、当局は当面インフレへの強い警戒を続けるとみられ、2008年はあと2回程度の利上げが行われる可能性が高い。法定預金準備率は、年末までにさらに3回程度引き上げられよう。しかし、引き締め局面はそろそろ終盤に差し掛かっている可能性が高い。年後半は、景気の減速基調が次第に明確になるとみられ、当局は様子見姿勢に転じると予想する。

3月のマネーサプライ(M2)の伸びは、前年比16.3%増と、昨年12月以来の16%台まで鈍化した(図表4-9)。12月の伸び鈍化は、前述の融資の総枠規制の効果が大きかったが、3月の伸び鈍化は景気減速をある程度反映している可能性があるだろう。

(7) 2年間で15%程度の元高を予想

去る4月10日に、人民元は1ドル=6元台に突入した(図表4-10)。2005年7月の切り上げ以降、中国当局は漸進的な調整を続けてきたが、3年近くを経て、累計の上昇幅は最初の切り上げを含めれば18%に達したことになる。特に昨年末以降、上昇ペースを速めつつあり、人民元の先高観も依然として根強い(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インフレ圧力になっている。これが当局の人民元高への調整ペース加速につながっている可能性が高い。依然、物価抑制が喫緊の課題であること、人民元は対ユーロではまだ下落傾向にあり、欧州サイドの不満が根強いことなどを考慮すると、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ることから、大幅な元高への誘導は行いにくいのも確かだが、2008年は対ドルで8~9%の元高が進む可能性が高いとみている。2009年には、景気減速を受けて調整ペースはやや鈍ると予想されるものの、引き続き6~7%の元高への誘導が実施されよう。結果として、2008年初から2009年末までの2年間で15%程度の元高が進むとみている。価格競争力を武器としてきた繊維・衣料品を中心に、今後輸出の伸びの抑制要因となる可能性が高いといえよう。



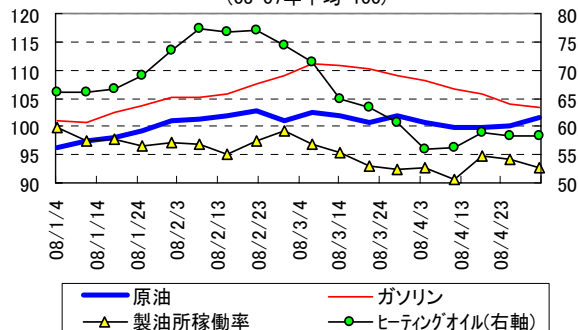
5. 原油相場見通し

(1) WTI 価格にまだ天井見えず

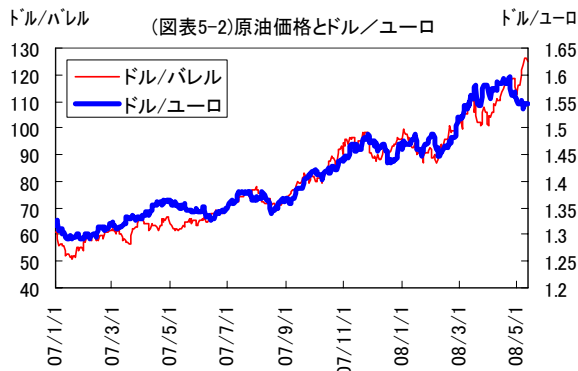
米国産標準油種 WTI (ウェスト・テキサス・インターミディエート) 先物価格は、2008年1月2日に史上初となる100ドル/バレル台を記録した後も上昇を続け、足元では130ドル/バレル台をうかがう展開となっている。

米国の原油在庫統計を見ると、冬季に市場の注目が集まりやすいヒーティングオイル在庫が逼迫しているものの、目先の市場の注目材料であるガソリン在庫は過去5年平均を上回って推移している(図表5-1)。両者の原料となる原油在庫についても、過去5年平均を上回る水準で推移しており、現在のWTIの急騰ぶりを在庫面から説明することは容易でない。足元で米国景気が減速基調を強めていることなどを踏まえれば、WTI価格は需給緩和を反映して下落基調をたどるのが自然と考えるが、市場ではこうした米国のファンダメンタルズを無視して価格形成が行われている。

(図表5-1)原油関連在庫と稼働率の推移
(03-07年平均=100)



(出所)ファクトセット



(出所)Bloomberg

(2) ドル安観測がWTIの押し上げ要因に

WTI価格急騰の背景には、①新興諸国の景気が底堅く推移しており、今後も世界的に原油需要が堅調に推移すると見込まれていること、②その一方で原油生産国に増産の意志が見られず、需給逼迫懸念が高まっていること、③ドル安懸念を背景に投機資金が流入していること、④地政学リスクが供給懸念を煽っていることなどが挙げられる。

なかでも、最近、特に市場で取り立たされているのが③のドル安懸念だ。過去の推移をみても、WTIとドル/ユーロは連動して動く傾向が見られる(図表5-2)。原油はドル建てで取引されるため、ドル安になれば他通貨からみた割安感が強まり、資金が流入しやすい。世界の株式市場の規模は約7,200兆円、債券市場の規模は5,500兆円と言われているのに対し、WTI先物市場はほんの10~15兆円程度とされており、ちょっとした資金の流入で相場が大きく変動することになる。

(3) WTIは上昇基調を持続すると予想

ただ、ドル安傾向が収まったとしても、WTIは高値圏での推移が続く可能性が高い。ドル安傾向に歯止めがかかるためには、米国景気に持ち直しの兆しが見え始めることが必要条件の一つと考えるが、それは結局原油需要の増加をもたらす。趨勢的に新興諸国における原油需要の増加が見込まれる一方で、供給力の拡大には限界があることから、今後も原油市場における需給逼迫傾向は続く見通しだ。地政学リスクが容易に解消されない問題であることも原油相場を押し上げる材料となろう。WTI価格は、2008年末に130ドル/バレル台半ば、2009年末には140ドル/バレル台半ばまで上昇すると予想する。

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。