

**明治安田生命**  
**2008－2009年度経済見通しについて**  
 ～デフレ不況への逆戻りリスクが見え隠れする日本経済～

明治安田生命保険相互会社（執行役社長 松尾 憲治）は、2008年7－9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

<b>実質GDP成長率</b>	<b>2008年度 ▲0.4%</b>	<b>2009年度 ▲0.3%</b>
<b>名目GDP成長率</b>	<b>2008年度 ▲1.7%</b>	<b>2009年度 ▲0.5%</b>

### 2. 要 点

- ①日本経済は、金融危機の後遺症や世界景気の減速を背景に輸出の鈍化が予想されるのに加え、これまでの原材料高や円高の影響で企業収益は大幅減益が見込まれることから、設備投資や個人消費の低迷が続こう。牽引役不在の中、国内景気は当面低迷を余儀なくされると予想する。
- ②もっとも、雇用や設備、債務などの過剰感がいまだに大きく高まっていないほか、金融機関の経営状態が欧米に比べて良好な点は、日本経済が下押し圧力への耐性を備えていることを示している。2009年度後半には、米国経済が徐々に持ち直しに向かうと予想されることや、商品価格下落に伴う交易条件の改善により、日本経済も底入れの時期を探る展開となろう。
- ③ただし、米国経済の回復ペースは極めて緩やかなものにとどまる可能性が高い。日本の景気は2009年度後半に谷をつけると予想するが、2009年度中は潜在成長率以下の成長が続くと見られ、景気回復の実感が得られない状況が続こう。

#### 〈主要計数表〉

	2007年度 (実績)	2008年度		2009年度	
		▲0.4%	2008/8時点 0.8%	▲0.3%	2008/8時点 1.6%
実質成長率	1.7%	▲0.4%	0.8%	▲0.3%	1.6%
成長率寄与度・内需	0.5%	▲0.7%	0.2%	0.1%	1.0%
・外需	1.3%	0.2%	0.6%	▲0.3%	0.5%
名目成長率	0.7%	▲1.7%	0.0%	▲0.5%	1.5%

# 日本のGDP成長率・主要経済指標予測

## 1. 日本のGDP成長率予測

(前期比)	→ 予測			→ 予測									
	2007年度	2008年度	2009年度	2007年度		2008年度				2009年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.7%	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	0.4%	0.6%	-0.9%	-0.1%	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間最終消費支出	1.7%	<b>0.3%</b>	<b>0.2%</b>	0.2%	0.6%	-0.6%	0.3%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>
民間住宅投資	-13.3%	<b>-3.5%</b>	<b>0.9%</b>	-9.8%	5.1%	-3.1%	4.0%	<b>1.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
民間設備投資	-0.1%	<b>-3.2%</b>	<b>-2.8%</b>	0.5%	-0.3%	-1.4%	-1.7%	<b>-1.5%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>-0.8%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.5%</b>
政府最終消費支出	0.7%	<b>0.2%</b>	<b>0.7%</b>	0.8%	-0.5%	-0.1%	0.1%	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
公的固定資本形成	-1.8%	<b>-5.7%</b>	<b>-2.0%</b>	0.2%	1.0%	-5.5%	0.4%	<b>-1.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.6%</b>
財貨・サービスの輸出	9.5%	<b>1.0%</b>	<b>-1.0%</b>	2.6%	3.4%	-2.6%	0.7%	<b>-1.8%</b>	<b>-1.3%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>1.0%</b>	<b>1.3%</b>
財貨・サービスの輸入	2.0%	<b>-0.7%</b>	<b>1.5%</b>	1.0%	1.2%	-3.0%	1.9%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>1.4%</b>
名目GDP	0.7%	<b>-1.7%</b>	<b>-0.5%</b>	-0.1%	0.2%	-1.2%	-0.5%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.2%</b>
GDPデフレーター(前年比)	-1.0%	<b>-1.2%</b>	<b>-0.2%</b>	-1.3%	-1.5%	-1.6%	-1.6%	<b>-1.0%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.5%</b>

(前期比寄与度)	→ 予測			→ 予測									
	2007年度	2008年度	2009年度	2007年度		2008年度				2009年度			
				10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月
実質GDP	1.7%	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	0.4%	0.6%	-0.9%	-0.1%	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.3%</b>
民間最終消費支出	1.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	0.3%	-0.3%	0.2%	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
民間住宅投資	-0.5%	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	-0.3%	0.1%	-0.1%	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
民間設備投資	0.0%	<b>-0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	0.1%	0.0%	-0.2%	-0.3%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
政府最終消費支出	0.1%	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>	0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
公的固定資本形成	-0.1%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	0.0%	0.0%	-0.2%	0.0%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
在庫品増加	0.0%	<b>-0.1%</b>	<b>0.3%</b>	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	<b>0.2%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
純輸出	1.3%	<b>0.2%</b>	<b>-0.3%</b>	0.3%	0.4%	0.0%	-0.2%	<b>-0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.1%</b>
財貨・サービスの輸出	1.6%	<b>0.2%</b>	<b>-0.2%</b>	0.5%	0.6%	-0.5%	0.1%	<b>-0.3%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.2%</b>	<b>0.2%</b>
財貨・サービスの輸入	-0.3%	<b>0.1%</b>	<b>-0.2%</b>	-0.1%	-0.2%	0.5%	-0.3%	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.2%</b>

## 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%	<b>-2.1%</b>	<b>-1.2%</b>	3.3%	2.3%	1.0%	-1.4%	<b>-3.8%</b>	<b>-3.6%</b>	<b>-3.0%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>0.5%</b>
消費者物価指数(前年比)	0.4%	<b>1.6%</b>	<b>0.0%</b>	0.5%	0.9%	1.4%	2.2%	<b>1.7%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.1%</b>
除く生鮮食品(前年比)	0.3%	<b>1.7%</b>	<b>0.0%</b>	0.5%	1.0%	1.5%	2.3%	<b>1.8%</b>	<b>1.2%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>0.1%</b>
国内企業物価指数(前年比)	2.3%	<b>5.1%</b>	<b>-0.6%</b>	2.4%	3.5%	4.9%	7.1%	<b>5.4%</b>	<b>3.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-1.0%</b>	<b>1.0%</b>
完全失業率(季調済:平均)	3.8%	<b>4.1%</b>	<b>4.4%</b>	3.8%	3.8%	4.0%	4.1%	<b>4.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.5%</b>	<b>4.5%</b>
無担保コール翌日物(期末値)	0.50%	<b>0.30%</b>	<b>0.30%</b>	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	<b>0.30%</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.30%</b>	<b>0.30%</b>
為替レート(円/ドル:平均値)	114円	<b>103円</b>	<b>105円</b>	113円	105円	105円	108円	<b>99円</b>	<b>101円</b>	<b>102円</b>	<b>102円</b>	<b>107円</b>	<b>110円</b>

# 1. 日本経済見通し

## 〈要 約〉

日本経済は、世界的な金融危機や景気減速の影響で、しばらくは回復の足掛かりを得られない状況が続こう。牽引役だった輸出の大幅鈍化が避けられないほか、これまでの交易条件の悪化や円高の影響で企業の収益環境は厳しい状況が続くことが予想されることから、雇用・所得環境の悪化を背景に個人消費は停滞色を強めよう。

住宅投資は、家計所得の低迷に加え、都心のミニバブル崩壊に伴うマンション在庫の積み上がりや、改正建築士法等の新たな法改正の影響などから、引き続き低調な推移が続くと予想する。設備投資は、外需の減速、企業収益の低迷、金融危機の深刻化による期待成長率の低下などが足枷となり、2009年度前半にかけ減速度合いを強めよう。

内外需とも冴えない展開が続くとみられるが、もともと直近の景気拡大期の勢いが弱かったことや、バブル崩壊後の企業による長年のリストラ効果もあって、雇用、設備、債務などの過剰感がいまだに大きく高まっていない点は、日本経済が下押し圧力への耐性を備えている証左といえる。金融機関の経営状態が欧米に比べて良好なこともプラス材料だ。2009年度後半には、米国経済が徐々に持ち直しに向かうと予想されることや、原油価格下落に伴う交易条件の改善が次第に景気にプラスに効き始めると考えられることから、日本経済も底入れの時期を探る展開となろう。

もっとも、米国経済の回復ペースは極めて緩慢なものにとどまる見込みだ。日本の景気は2009年度の後半に谷をつけると予想するが、2009年度中は潜在成長率以下の成長が続くと見られ、景気回復の実感が得られない状況が続こう。

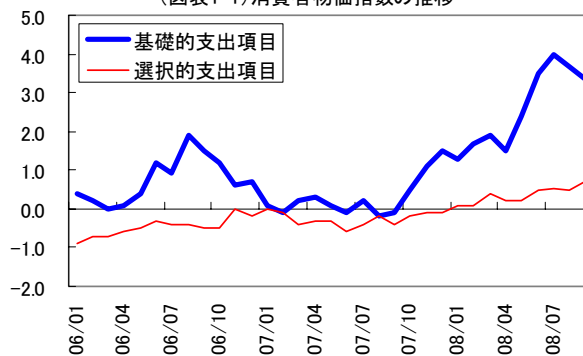
金融政策については、政策金利の引き下げ余地が限られる中、金融市場の安定化に主眼を置いた政策運営が実施されよう。今回の見通し期間中は、政策金利の変更を想定していない。

### (1) 低調な推移が予想される個人消費

足元で個人消費の増勢が弱まっている。GDPベースの個人消費は、7-9月期に前期比0.3%増と小幅の伸びにとどまった。百貨店売上高などの消費関連統計をみると、7-9月期は、低温・集中豪雨などの天候不順や、北京五輪のテレビ観戦で客足が遠のいたことなど、一時的な下押し要因があったことが指摘されているほか、原油価格の高騰や各種商品の値上がりによって消費者の生活防衛意識が高まったことなどが影響したとされている。

消費者物価指数（除く生鮮食品）は、エネルギーや食品価格の値上がりなどを背景に上昇基調をたどり、7-9月期には前年同期比2.3%上昇と、消費税が引き上げられた1997年度を除けば約16年ぶりの高い伸びを記録した。しかも、値上がり品目は贅沢品などの選択的支出項目ではなく、生活必需品などの基礎的支出項目で特に顕著となっており（図表1-1）、家計が日常生活を営む上で大きなダメージを受けている様子がうかがえる。所得階層別に見ても、所得の高い第5分位に比べて所得の低い第1分位ほど、購入品目の物価上昇率が高まっており、低所得者ほど実質購買力が毀損さ

前年同月比(%) (図表1-1) 消費者物価指数の推移



(出所)総務省「消費者物価指数」

れている（図表1-2）。

雇用環境が悪化していることも個人消費に悪影響を及ぼしつつある。完全失業率は、昨年7月以降悪化傾向をたどっており、直近7-9月期は4.1%と、2年ぶりの水準まで上昇した。9月調査の日銀短観では、景気が悪化し、企業マインドが委縮する中でも企業は雇用不足感を感じている様子が示されていたが、不足感は徐々に緩和してきている。足元のUV曲線をもても、企業の欠員率（求人が埋まらない比率）が低下する中で雇用失業率（自営業者を除いた失業率）が上昇しており、景気減速を背景に企業の採用意欲が低下し、労働需給が徐々に緩和してきている様子がうかがえる（図表1-3）。実際、主要企業の2009年度大卒採用内定者数は、今年の春の入社人数に比べて1.4%減と5年ぶりのマイナスとなっており（日本経済新聞社調べ）、企業の採用スタンスは明確に変化してきている。雇用の先行指数と言われる新規求人数が減少基調をたどっていることを踏まえても、雇用環境の悪化傾向は今後も続く可能性が高い。

賃金の伸びも弱まっている。9月の日銀短観によれば、2008年度の経常利益見通しは前年比で8.1%減と、2桁マイナスが視野に入りつつある（図表1-4）。企業業績の悪化で賃金の伸びは見込みにくいことから、今後は雇用面、収入面ともに個人消費の下押し材料となりそうだ。

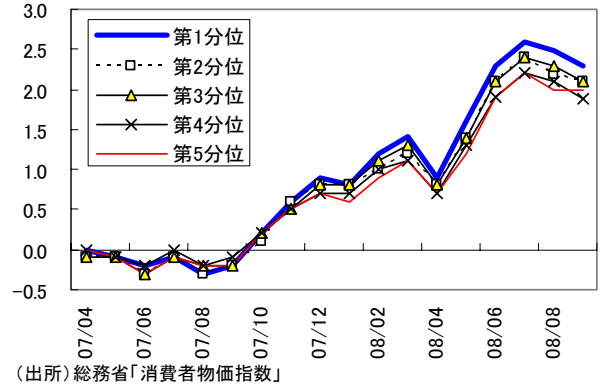
一方、7月中旬以降の国際商品市況の調整は個人消費にとって明るい材料と言える。今後は消費者物価の上昇率鈍化により家計の実質購買力が持ち直すほか、交易条件の改善によって企業収益の下押し圧力が弱まることが予想される。しかしながら、消費者物価が鈍化しても名目所得の伸び自体が鈍化していることから、家計の実質購買力の持ち直しは限られたものにとどまる可能性が高い。加えて、株価の下落に伴う逆資産効果や、世界的な金融不安を背景とした消費者マインドの悪化といった下押し材料も存在する。企業収益に関しても、世界景気の減速が見込まれる中では大幅減益を免れることはできないだろう。

現在、政府が検討している2兆円規模の定額給付金に関しても消費の押し上げ効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。景気の先行き不透明感が煽る現状では、消費に使われることなく貯蓄に回る部分が多くなると考えられるためだ。個人消費は今しばらく低調な推移が続くと予想する。

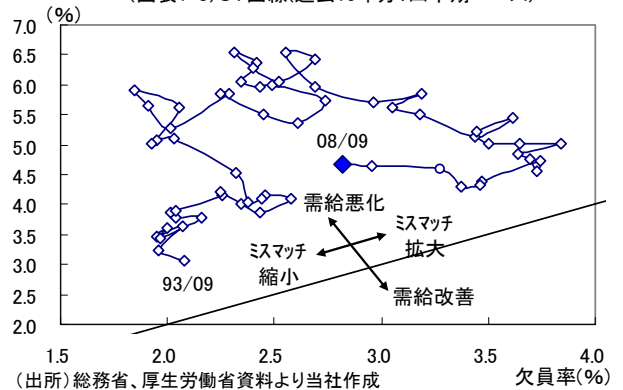
## （2）弱めの推移が予想される住宅投資

住宅投資も冴えない展開が続いている。新設住宅着工戸数は最悪期から持ち直しつつあるものの、

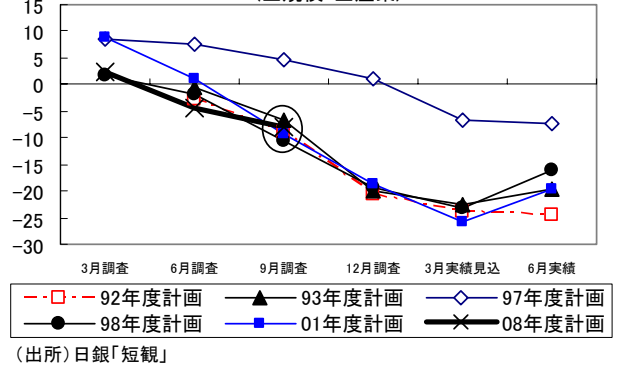
前年同月比(%) (図表1-2) 所得階層別消費者物価



雇用失業率 (図表1-3) UV曲線(過去15年分:四半期ベース)



前年度比(%) (図表1-4) 景気後退期における経常利益計画 (全規模・全産業)



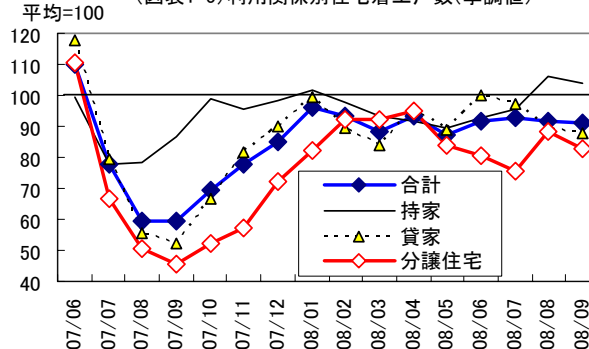
昨年6月の改正建築基準法施行以降、いまだに一度も法改正前の水準に回復していない(図表1-5)。

先行きの住宅投資についても不安材料が存在する。まず懸念されるのが、11月28日に施行される改正建築士法(図表1-6)の影響だ。同法によれば、建物の安全性や耐久性などを計る構造設計に関して「構造設計一級建築士」という資格が新設されるほか、電気や空調などの設備設計に関しても「設備設計一級建築士」という資格が新設される。これにより、2009年5月27日以降に構造設計や設備設計を行う一定以上の建築物については、新資格を持った一級建築士が自ら設計するか、法適合チェックを行うことが義務付けられる。なお、ここで言う一定以上の建築物とは、構造設計に関しては、鉄筋コンクリート造高さ20m超、鉄骨造4階建以上、木造高さ13m超または軒高9m超等の物件が、設備設計に関しては、3階建以上、かつ床面積5,000㎡超の物件が対象となる旨規定されており、足元で低迷が続くマンションや貸家などの着工案件が、主に該当するとみられる(図表1-7)。

懸念されるのは、新資格を持った一級建築士が不足し、建築物の着工が滞ってしまうリスクである。新資格取得のためには、一級建築士として5年以上構造設計・設備設計に従事した後で、講習を受けてかつ修了考査に合格することが必要となる。6~7月にかけて行われた新建築士資格取得講習・修了考査では、構造設計一級建築士で5,983人、設備設計一級建築士で2,319人の合格者が誕生し、10、11月にも再考査が行われている。ただ、2007年度の住宅着工戸数は、分譲マンションと貸家を合わせて約60万戸。これらすべてが先述の一定以上の建築物に該当するわけではないが、特に改正法施行直後は新資格を持った一級建築士が不足する可能性がある。また、これまで一級建築士は、建築案件のデザインを手掛けたとしても、構造設計や設備設計は下請企業に委託するが多かったという。しかし、委託先の下請会社では一級建築士の資格を持たない構造、設備設計士が多いため、今後は新資格を持った一級建築士の事務作業が増える結果、建築確認申請が滞るリスクがある。

加えて、2009年10月1日から始まる住宅瑕疵担保履行法に対する懸念もくすぶっている。同法は、構造計算書偽装問題で建て替えの必要に迫られた住民が多額の負債を抱え込んでしまった教訓から、住宅の発注者や買主を保護するために、2009年10月以降、販売業者が新築住宅を引き渡す場合、販売業者に保険加入、もしくは補償金の供託を義務付けて住宅瑕疵に責任を負わせるものである。ただ、供託する場合、ある販売業者が仮に10年間で1万戸を引き渡したとすると、約4億4千万円の

(図表1-5) 利用関係別住宅着工戸数(季調値)

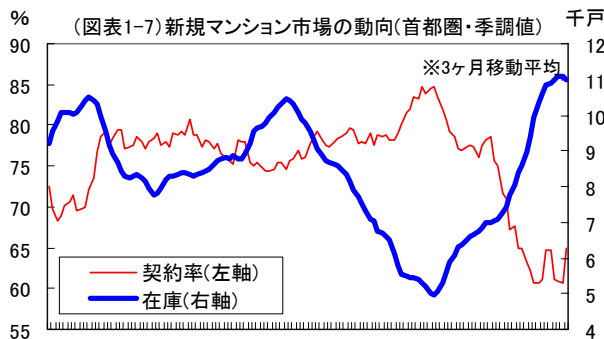


(出所)国土交通省「住宅着工統計」より当社作成

(図表1-6) 改正建築士法の概要について

- ① **建築士の資質、能力の向上**
  - ・ 建築士に対する定期講習の受講義務付け
  - ・ 建築士試験の受験資格の見直し
- ② **高度な専門能力を有する建築士による構造/設備設計の適正化**
  - ・ 一定の建築物について、構造設計一級建築士、設備設計一級建築士による法適合チェックの義務付け
  - ・ 小規模木造住宅等に係る構造関係規定の審査省略見直し
- ③ **設計・工事監理業務の適正化、消費者への情報開示**
  - ・ 建築士事務所を管理する管理建築士の要件強化
  - ・ 分譲マンションなど発注者とエンドユーザーが異なる一定の建築設計等について、一括再委託を全面的に禁止
- ④ **団体による自律的な監督体制の確立**
  - ・ 建築士事務所協会等の法定化及び協会による苦情解決業務の実施
  - ・ 建築士会、建築士事務所協会等による建築士等に対する研修の実施
- ⑤ **建設工事の施工の適正化【建設業法の改正】**
  - ・ 分譲マンションなど発注者とエンドユーザーが異なる一定の工事について、一括下請負を全面禁止

(出所)国土交通省資料より当社作成



(出所)不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」より当社作成

保証金が必要となるほか、保険を選択した場合でも1戸当たり毎年数万円の保険料がかかるということである。これらは、販売価格への転嫁ができなければ、供給サイドが負担することになる。また、保険加入の場合は工事中に現場検査に合格しなければならないが、検査員が足りるかどうかを懸念する声も聞かれており、不足する場合は新たな供給制約要因となる可能性がある。

住宅ローン減税の拡充が検討されている点は住宅投資にとってプラス材料だが、雇用・所得環境の悪化が続くとみられることなどから、その効果は限定的なものにとどまる可能性が高い。地価の弱含みなど住宅市場を取り巻く環境が悪化していることなどもあり、住宅投資は低調な推移が続く可能性が高い。

### (3) 期待成長率の低下で設備投資の減少続く

7-9月期GDPでは、実質民間企業設備が3四半期連続のマイナスとなり、足元で設備投資の基調が弱まっている様子が示された。理由の一つとして考えられるのが、企業の期待成長率が低下している可能性である。もともと欧米景気が減速していたところに、7月以降、世界的な金融不安が追い打ちをかけ、需要減退観測が一段と強まった。国内に目を移しても、企業倒産が増加したり、失業率が上昇したりと、景気後退色が強まっている。

民間エコノミスト(38名)を対象に行われるESPフォーキャスト調査の結果を見ると、2008年度、2009年度の国内実質GDP成長率予想(平均)は、年初から下方修正が続いている(図表1-8)。この数値がそのまま企業の期待成長率を示すわけではないものの、日銀短観で企業マインドが悪化している現状を踏まえれば、ある程度同じ動きをたどっていると考えてもおかしくないだろう。

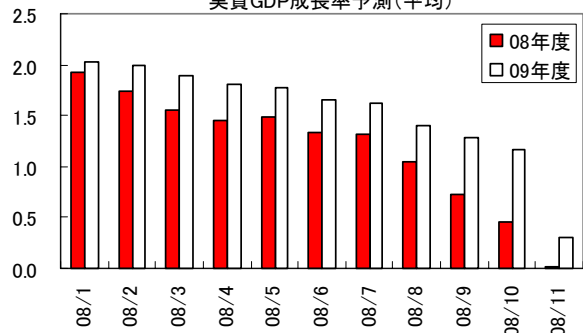
期待成長率の動向は、設備投資の先行きを占う上で重要な要素となる。期待成長率が低下(上昇)

する局面では、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、設備投資に消極的(積極的)になる傾向があるためだ。

4月に内閣府が発表した「企業行動に関するアンケート調査」によると、企業の期待成長率は1.8%であった。資本ストック循環図(図表1-9)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設備を積み増す動きが見られていたが、2%ラインに近づいた2006年度末以降は、次第に横軸へ接近する動きに変化している。これは、資本ストック水準が企業の期待成長率に見合うレベルに概ね到達したため、設備投資を積極的に積み増そうという意欲が低下した様子を示している。先述のとおり、足元で企業の期待成長率が低下している可能性が高いことを考えれば、設備投資は今後も減速基調が続くとみるのが妥当だろう。

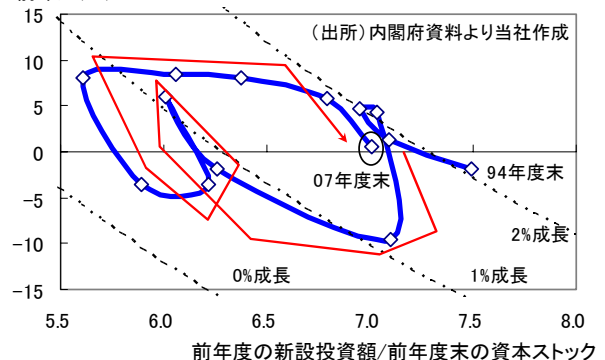
それでは、設備投資の減速度合いはどの程度になるのだろうか。9月調査の日銀短観では、2008年度の設備投資計画が前年比1.3%減と、過去5年間で最も奮わない結果となっていた。ただ、9月調査時点の計画と各年度の設備投資の実績を比べてみると、景気後退期における設備投資計画は、

前年度比(%) (図表1-8)ESPフォーキャスト調査による  
実質GDP成長率予測(平均)



(出所) 経済企画協会

新設投資額  
前年比(%) (図表1-9)資本ストック循環図(全産業)



(出所)内閣府資料より当社作成

もともとの計画が慎重に見積もられていることもあって、9月調査時点からの下方修正幅が限られたものにとどまっている（図表1-10）。2008年度の設備投資は小幅の減少にとどまる可能性が高い。

ただ、2009年度に関してはマイナス幅が拡大しそうだ。過去の動きを振り返ってみると、設備投資はある程度輸出に連動して動く傾向がみられる（図表1-11）。輸出の先行きは世界景気の動向次第と考えるが、IMFの世界経済見通しによれば、2008年については、経験的に日本の輸出増減の境目となる3%ラインを上回って世界景気が成長すると見込まれているものの、2009年は3%を下回る見通しとなっている。今後、設備投資は減速ペースが速まる可能性が高い。

設備投資が再び持ち直すのは、米国景気回復の効果が及ぶとみられる2009年度後半以降となる。図表1-9は、今後左斜め下方へ進んだ後、時計回りに小さな円を描く形で、2009年度後半以降、再度左上方へ進むことになる。

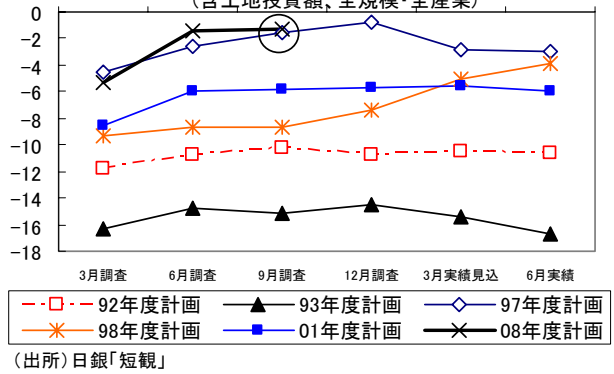
#### （４）輸出減速で減産基調が続く

7-9月期の鉱工業生産指数は前期比1.3%減と、3四半期連続のマイナスとなった。しかも、伸び率は1-3月期が同0.7%減、4-6月期が同0.8%減、7-9月期が同1.3%減となっており、時間が経過するごとに減産ペースが速まっている。10、11月の生産予測をみても、それぞれ前月比2.3%減、同2.2%減と2ヶ月連続で大幅マイナスが見込まれており、今後も減産基調が続く見通しだ。10、11月予測値を前提とし、12月の生産が11月から横ばいになると仮定した場合、10-12月期の生産は前期比4.2%減と4四半期連続のマイナスとなる計算だ。マイナス幅は7-9月期から一段と拡大し、減産ペースがさらに加速する形となる。

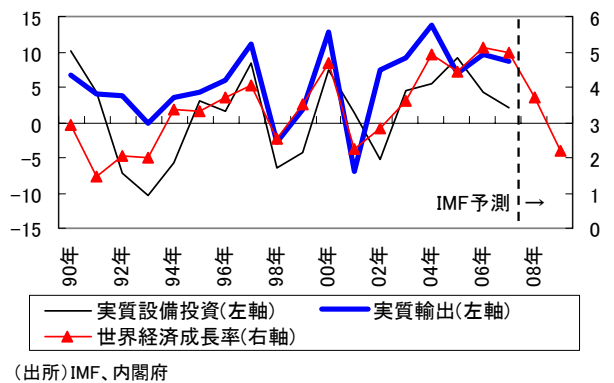
製造工業の10月予測修正率は2.1%減となり、5ヶ月連続で大幅マイナスを記録した。予測修正率はもともとマイナスに振れやすい傾向があるが、直近5ヶ月は、それ以前と比べて明らかに下方修正幅が大きくなっている。企業が想定していた当初の生産計画を大幅に修正しなければならない事態が足元で生じている様子を表している。

要因として考えられるのが輸出の鈍化だ。もともと欧米景気の減速で輸出が鈍化していたところに、世界的に金融不安が蔓延したことで一段と需要減退観測が高まり、生産を手控える動きが広がったものと考えられる。業種別生産指数の推移をみると、ここ数四半期の間に特に低下基調が鮮明となっているのが、一般機械や電気機械、電子部品・デバイス、輸送機械工業といった日本の主力業種だ（図表1-12）。財務省の貿易統計における通関輸出額を日銀公表の輸出物価指数で除して業

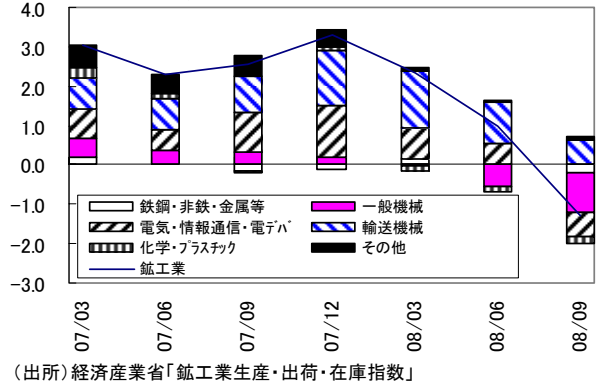
前年度比(%) (図表1-10) 景気後退期における設備投資計画  
(含土地投資額、全規模・全産業)



前年比(%) (図表1-11) 世界経済成長率と設備投資、輸出前年比(%)



前年同期比(%) (図表1-12) 鉱工業生産指数の推移



種別の実質輸出を計算すると、一般機械や輸送用機器で伸びの鈍化が顕著になっており(図表1-13)、生産を下押ししている様子が見え始める。

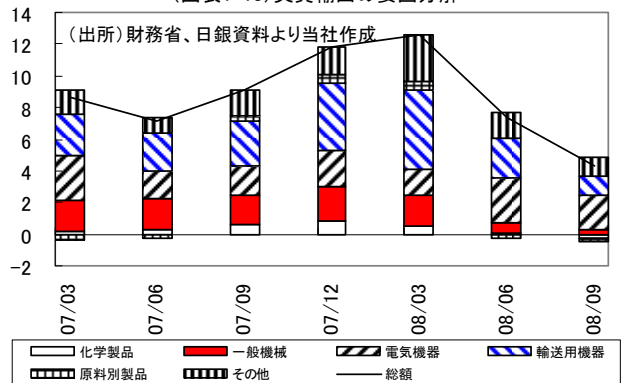
一般機械や輸送用機器の実質輸出を国・地域別に見てみると、ここに来て、米国向け輸出の悪化に続いてEU向け輸出が落ち込んできているのがわかる(図表1-14、1-15)。米国の景気減速に加え、EU景気の減速も次第に日本の輸出に影を落とし始めている。また、アジア向け輸出にも変調の兆しが見えつつある(図表1-14、1-15)。一般機械に関しては、依然として増加基調が続いているものの、押し上げ幅は徐々に弱まっているほか、輸送用機器についてはマイナス寄与が目まぐるしく鈍化している。アジア向けの輸出は、以前に比べて域内需要に回る分が増えてきたとはいえ、組立・加工後に輸出されたり、輸出のためのインフラ整備に使われたりと、最終的には欧米向け輸出に依存する部分が大きいため、今後、増勢が一段と弱まる可能性が高い。

一方、中東やロシアをはじめとした資源国向け輸出は依然堅調に推移している。貿易統計における9月の輸出金額は、中東向けが前年同月比44.5%増と2007年10月以来の高い伸びとなったほか、ロシア向けも同71.5%増と2007年5月以来の高い伸びとなっている。ただ、それにもかかわらず、輸出全体の伸びは弱まってきており、これまでのように欧米を中心とした主要地域向け輸出の落ち込みを新興国向け輸出でカバーできなくなっている。

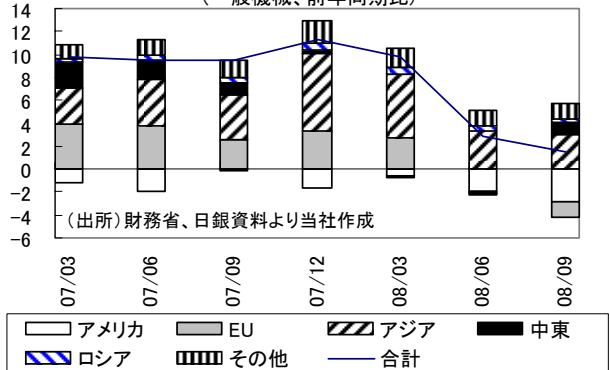
今後は資源国向け輸出も増勢が弱まる可能性が高い。OECDが公表している各国の景気先行指数をみると、新興国のうち、インドや中国などの非資源国だけでなく、ロシアといった資源国でも同指数が弱まりつつある(図表1-16)。金融危機の高まりに伴うリスク資産回避の動きから商品市況が大幅に調整しており、交易条件の悪化から資源国景気も変調をきたしつつある様子が見え始める。

今後、日本の輸出は、牽引役となる国・地域が見当たらない中、減少基調が続く可能性が高く、国内生産も減産傾向が続くと予想する。生産に底打ちの兆しが見え始めるのは、米国景気の持ち直しにより企業マインドの改善が見込まれる2009年度後半以降となる。

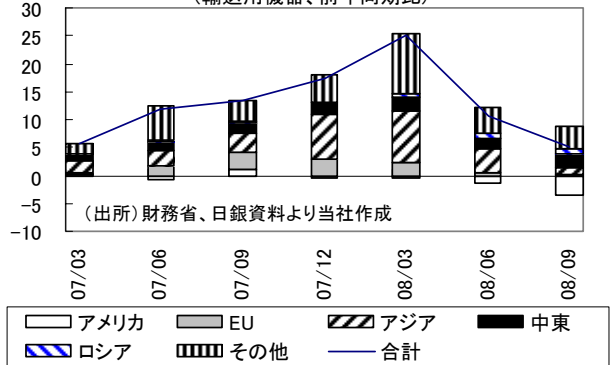
前年同期比(%) (図表1-13)実質輸出の要因分解



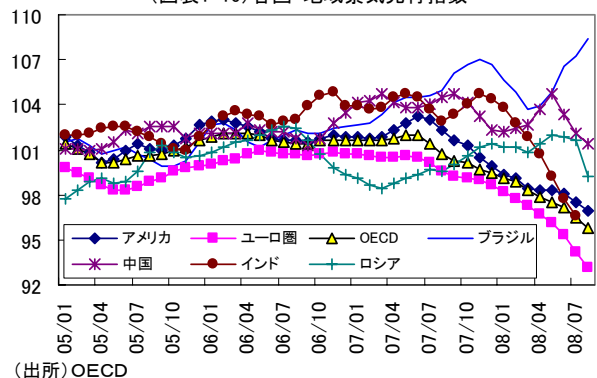
(図表1-14)実質輸出の地域別寄与度 (一般機械、前年同期比)



(図表1-15)実質輸出の地域別寄与度 (輸送用機器、前年同期比)



(図表1-16)各国・地域景気先行指数





## (5) デフレが再び懸念される状況に

9月の全国コアCPI上昇率は8月から0.1%ポイント鈍化し、昨年10月から始まった上昇トレンドは転換期を迎えた。これまでは、エネルギーと生鮮食品を除く食料価格によって押し上げられてきたが、原油価格の下落に伴い、エネルギー価格の押し上げ効果が縮小し始めたのが要因だ(図表1-17)。

9月の同上昇率はエネルギー価格によって約1.17%押し上げられているが、WTI価格(月中平均)は既に10月から前年割れとなっており、現状のように60ドル/バレル近辺での推移が続くなら、今後2~3ヶ月のうちにエネルギー価格の押し上げ効果は剥落する可能性が高い。その後は逆に最大で0.5~1.0%程度の押し下げ圧力として寄与する模様だ(図表1-18)。

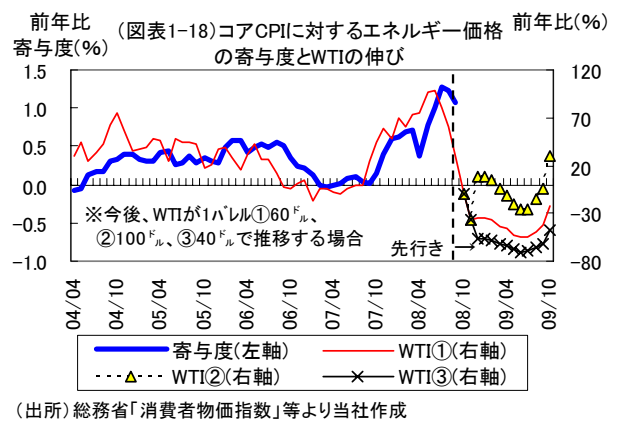
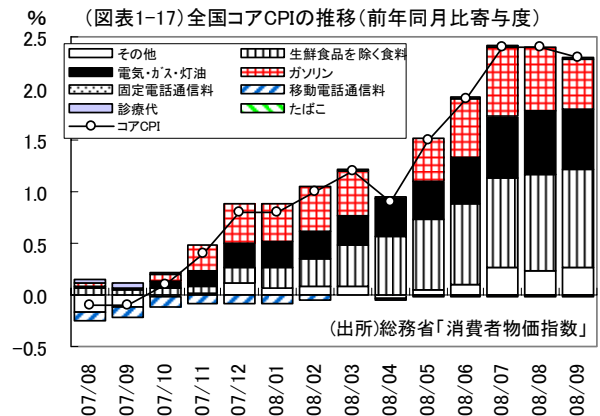
一方、生鮮食品を除く食料価格については依然として押し上げ幅が拡大している。エネルギー価格同様、穀物などの商品価格も大幅に調整しているが、コアCPIに対する感応度はエネルギー価格ほど高くないようだ。生鮮食品を除く食料では、特に小麦関連製品の伸び率が高い。商品市場における小麦相場は既に軟化しているが、小麦の政府売渡価格は過去の価格上昇分を反映して10月に10%値上げされており、関連商品の価格上昇圧力は今しばらく残る見通しだ。しかしながら、景気の減速基調が一段と強まっていること、商品市況が大幅に調整していることなどを踏まえれば、エネルギー価格同様、生鮮食品を除く食料もいずれ押し上げ効果が縮小する可能性が高い。

コアCPI上昇率は2009年度前半にかけて鈍化し、それ以降はゼロ%近辺の伸びが続くと予想する。コアCPI上昇率が実勢よりも高めに出る傾向があることを踏まえれば、デフレ不況への逆戻りリスクを懸念しなければならない状況が続くことになろう。

## (6) 金融政策は当面据え置き

10月末に公表された展望レポートでは、日本経済は2009年度半ば頃まで停滞が続き、2009年度半ば以降緩やかに回復、2010年度になってようやく潜在成長率レベルまで戻るとのシナリオが示された。深い景気後退は予想しないものの、少なくとも2009年度までは需給ギャップがマイナス方向に拡大し続けると解釈することができ、見通しに沿った推移が続くならば、金融政策は緩和方向にバイアスがかかりやすい状態が続くことになろう。

ただ、利下げ余地が限られ、かつ景気浮揚効果がさほど期待できない中で、今後日銀が利下げに動くかは微妙なところだ。日銀は金利を下げ過ぎると、短期金融市場を中心に金融市場の機能がマヒしてしまうことを懸念している。政策金利は既に十分緩和的な状態にあること、政府の経済対策の効果が見込まれることなどもあり、今後日銀は、金融市場の安定化に主眼を置いた政策運営を行うと予想する。今回の見通し期間中は、政策金利の変更を想定していない。



## 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市場の混乱、新興国向け輸出の弱まりなどから、減速基調を強めている。原油価格の調整や、金融機関への公的資本注入を含めた積極的な財政・金融政策、住宅市場の底打ちなどから、2009年後半以降は持ち直しに向かうとみているが、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまろう。

個人消費は、金融市場の混乱や住宅市場の低迷、雇用環境の悪化などが下押し要因となっており、4-7月に実施された戻し減税の効果も既に剥落している。金融市場の落ち着きや住宅市場の底打ちが予想されるが、個人消費が回復に向かうのは2009年後半からとなろう。

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、中古住宅販売の増加や新築在庫件数の減少など、一部で底打ちに向かう兆しも見られる。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、2009年前半には底打ちに向かうとみている。

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、弱めの推移が続くと見込まれる。ただし、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、来年後半には底堅さを取り戻そう。

原油価格の調整や景気減速基調が続く中、賃金の伸びも抑制され、コアインフレは鈍化方向に向かい始めた。FRBは金融市場の動向と景気下振れリスク、各種財政・金融政策の効果などを注視しつつ、追加利下げを行うと予想する。

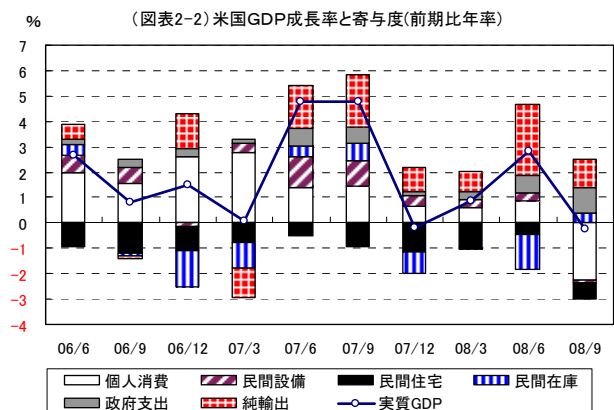
(図表2-1) 米国実質GDP

← 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	09/3	09/6	09/9	09/12	
実質GDP	2.0%	1.4%	-0.2%	-0.2%	0.9%	2.8%	-0.3%	-2.6%	-1.2%	0.7%	1.3%	2.0%	-2.6%	-1.2%	0.7%	1.3%	
個人消費支出	2.8%	0.4%	-0.9%	1.0%	0.9%	1.2%	-3.1%	-2.5%	-1.1%	0.2%	0.7%	1.5%	-2.5%	-1.1%	0.2%	0.7%	
民間住宅投資	-17.9%	-20.6%	-7.9%	-27.0%	-25.0%	-13.3%	-19.1%	-14.4%	-7.6%	0.2%	1.4%	2.3%	-14.4%	-7.6%	0.2%	1.4%	
民間設備投資	4.9%	2.8%	-2.5%	3.4%	2.4%	2.5%	-1.0%	-7.0%	-6.5%	0.3%	2.1%	3.4%	-7.0%	-6.5%	0.3%	2.1%	
民間在庫(寄与度)	-0.4%	-0.3%	0.0%	-0.8%	-0.1%	-1.4%	0.4%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	
純輸出(寄与度)	0.6%	1.4%	0.5%	0.9%	0.8%	2.9%	1.1%	0.4%	0.3%	0.3%	0.2%	0.1%	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	
輸出	8.4%	8.5%	4.4%	4.4%	5.1%	12.3%	5.9%	2.4%	3.1%	4.0%	4.7%	5.2%	2.4%	3.1%	4.0%	4.7%	
輸入	2.2%	-2.1%	0.3%	-2.3%	-0.8%	-7.3%	-1.9%	-0.3%	0.8%	1.7%	2.8%	3.5%	-0.3%	0.8%	1.7%	2.8%	
政府支出	2.1%	2.9%	2.2%	0.8%	1.9%	3.9%	5.8%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	
内需	1.4%	0.1%	-0.8%	-1.0%	0.1%	-0.1%	-1.3%	-3.0%	-1.4%	0.5%	1.1%	1.9%	-3.0%	-1.4%	0.5%	1.1%	
国内最終需要	1.8%	0.3%	-0.8%	-0.1%	0.1%	1.3%	-1.8%	-2.8%	-1.5%	0.4%	1.0%	1.8%	-2.8%	-1.5%	0.4%	1.0%	

### (1) 景気後退入りはほぼ確実な情勢

7-9月期の米実質GDP成長率(速報値)は、前期比年率▲0.3%と、4-6月期の同+2.8%から大きく落ち込み、昨年10-12月期以来のマイナス成長となった(図表2-2)。市場予想の同▲0.5%は上回ったが、純輸出と在庫投資を除いた国内最終需要は同▲1.8%であり、こちらの方が景気実態に近いといえよう。個人消費は前期比年率▲3.1%と、今回のマイナス成長の最大の要因となった。4-7

(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

月に実施された戻し減税の効果が剥落したほか、金融不安や雇用環境の悪化が支出を抑制した形だ。設備投資も同▲1.0%とマイナスに転じ、住宅投資は同▲19.1%とマイナス幅が再び拡大した。世界景気減速の影響から、純輸出の寄与度は+1.1%へと大きく低下している。政府支出は国防費が高んで同+5.8%と、純輸出と並ぶ押し上げ要因となった。

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市場の混乱、新興国向け輸出の弱まりなどから減速基調を強めており、7-9月期に続き、10-12月期、1-3月期もマイナス成長と、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を上回る長さとなる見通し。NBER（全米経済研究所）が景気循環の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すべてが弱まっていることから、後々正式に景気後退と判定されるのもほぼ確実な情勢だ。原油価格の調整や、金融機関への公的資本注入を含めた積極的な財政・金融政策、住宅市場の底打ちなどから、2009年後半以降は持ち直しに向かうとみているが、もはやレバレッジを効かせた経済成長モデルは過去のものとなり、回復ペースは極めて緩慢なものにとどまろう。

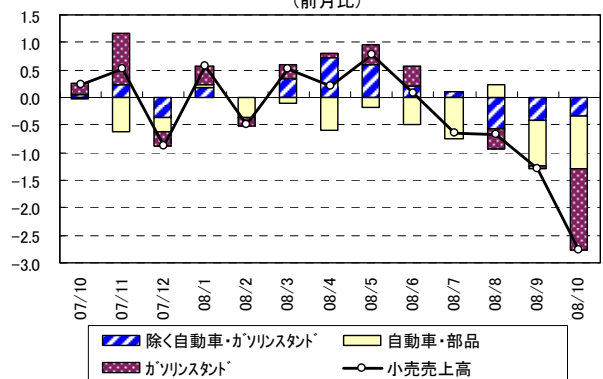
## （2）金融不安が人々の消費行動を委縮

GDP全体の約7割を占める個人消費については、4月以降見られた戻し減税による押し上げ効果は既に剥落しており、小売売上高は10月まで4ヶ月連続で前月比減少となっている（図表2-3）。夏場にはハリケーン上陸の影響もあったと考えるが、9月以降の金融不安や世界的な景気減速懸念が人々の消費行動を萎縮させたという要因が大きい。

現在、小売売上高の一番の押し下げ要因は自動車販売である。ガソリン価格は低下したものの、雇用環境の悪化、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ったこと、また住宅価格が下落する中で、ホームエクイティ・ローンによる自動車購入も困難となったことなどが影響している。GMの社販価格での100周年記念セールも8月単月の効果にとどまった。住宅市場低迷の影響を受けた家具、家電、建材も不振だ。百貨店売上が4ヶ月連続で減少する一方、ウォルマートの売上は堅調というように、人々が生活必需品など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おり、消費者の低価格品志向が強まっている。

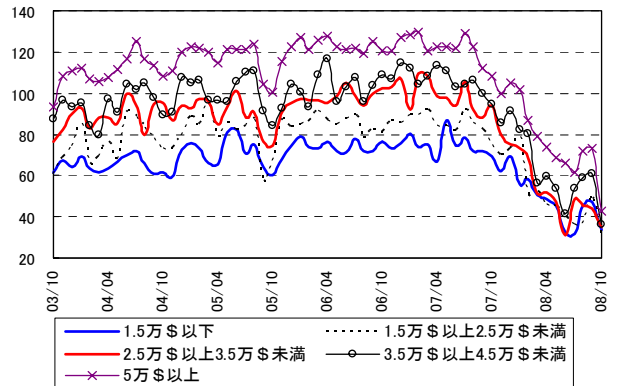
家計の実質購買力を低下させていたエネルギー価格などが低下していることはプラス材料だが、

（図表2-3）小売売上高の伸びと自動車・ガソリンの寄与度（前月比）



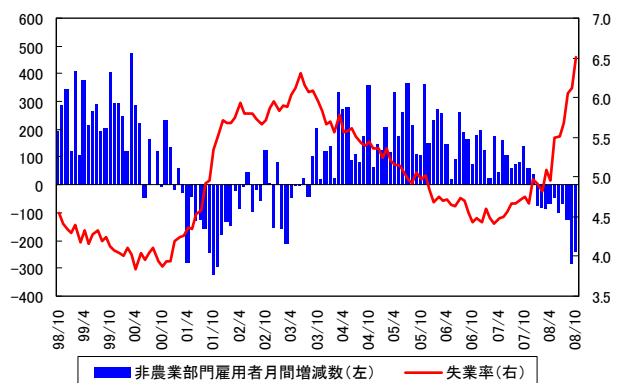
（出所）米商務省

（図表2-4）所得階層別消費者信頼感指数(実数値)



（出所）米コンファレンスボード

（図表2-5）非農業部門雇用者月間増減数と失業率



（出所）米労働省

金融市場の混乱や住宅市場の低迷、雇用環境の悪化などが引き続き個人消費の下押し要因となっている。住宅価格の下落に株価の下落が重なり、消費への逆資産効果から、足元では特に高所得層の消費者信頼感の落ち込みが大きい（図表 2-4）。

10月の非農業部門雇用者数は前月比▲24.0万人と、10ヶ月連続で減少し、9月分も▲28.4万人へと下方修正された（図表 2-5）。2ヶ月連続で20万人超の減少となったことについては、ハリケーン上陸とボーイング社のストライキも影響しているが、基調として労働市場の厳しさが増している

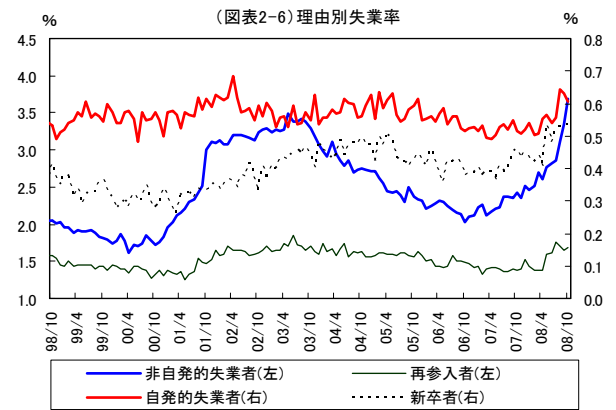
ことは明らか。製造業、建設、金融などで減少幅が拡大しており、景気の先行き不透明感が漂う中、企業は雇用に関して慎重姿勢を強めている。失業率は6.1%から6.5%へと大きく上昇している。中でも白人の成人男性の失業率が急上昇していることや、企業の人員削減を示す非自発的失業者の増加が目立つこと（図表 2-6）、失業期間が長期化していることは、労働市場悪化の深刻さを物語っている。また、就業者の中でも、最近是非自発的パートタイマー（フルタイム労働を希望しながら、やむなくパートタイムの職に就いている者）の比率が高まっていることもあって、賃金の伸びは抑制されている。したがって、雇用面からの消費押し上げにはしばらく期待できそうもない。年末商戦も例年以上に冴えない展開が予想される。もともと、民主党新政権では、中低所得層向けを中心とした減税策が検討されており、消費の支えとしては一定の役割を果たしそうだ。

2009年には、金融市場の落ちつきや住宅市場の底打ちが予想されるが、個人消費が回復に向かうのは年後半以降となろう。ただし、従来のような借りに依存した過剰消費体質に戻ることはやはり想定しにくい。

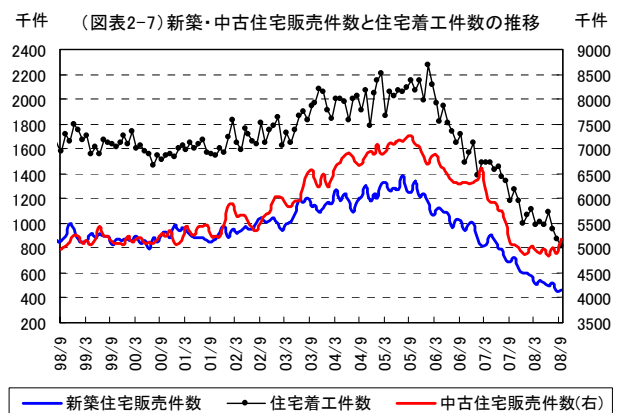
### （3）低迷する住宅市場も来年前半には底打ちへ

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、中古住宅販売の増加や新築在庫件数の減少など、一部で底打ちに向かう兆しも見られる。

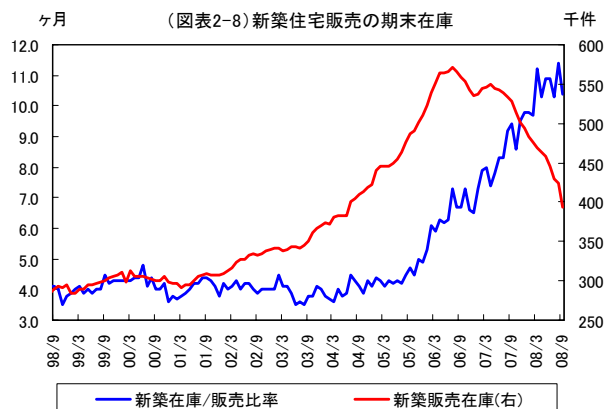
新築販売は依然減少基調にあるが、中古販売は月次の増減を繰り返しながらも、横ばい状態から徐々に回復をうかがう展開となってきている（図表 2-7）。このところ、差し押さえによる低額物件が押し上げ要因となっており、直近9月の中古販売件数の4割弱は差し押さえ物件が占めている。特に住宅バブルが著しかったカリフォルニア州など西部地区でその傾向が強い。そういった低額物



(出所)米労働省



(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)



(出所)米商務省、米不動産業者協会(NAR)

件ではあっても、住宅を買おうという人が増えてきていること自体は、前向きに評価できよう。

販売に対する在庫比率は、新築・中古とも 10ヶ月分前後と依然高水準で、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と、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いる(図表2-8)。

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。実際、住宅の割高感は薄れており、住宅価格、住宅ローン金利、可処分所得を勘案した住宅取得能力指数は、既に住宅ブーム前の割安水準まで戻っている(図表2-9)。

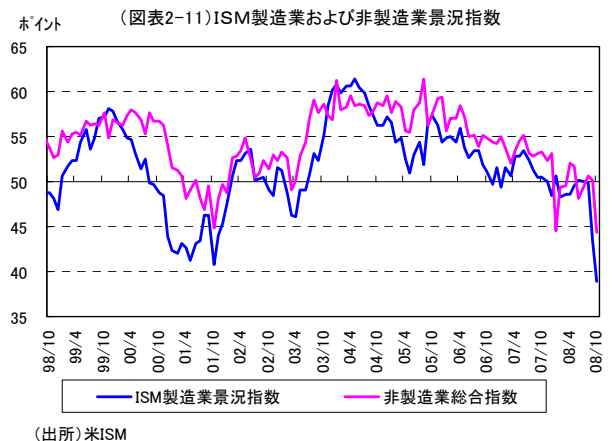
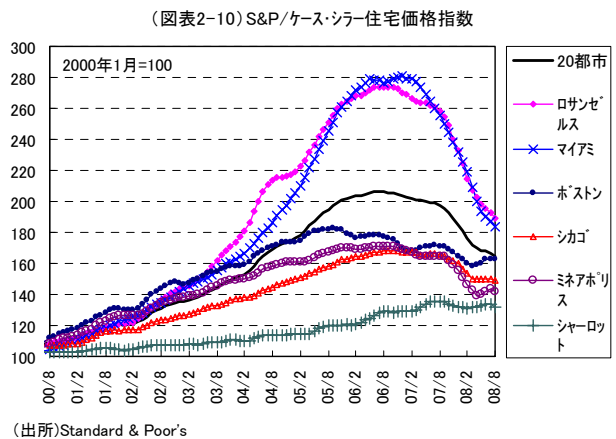
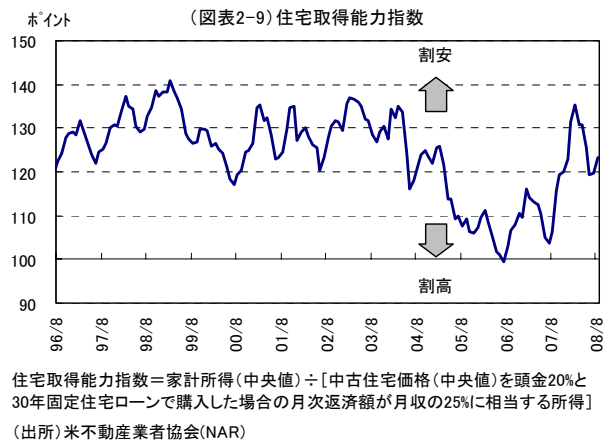
全米20都市の住宅価格を示すS&P/ケース・シーラー住宅価格指数は、ブーム期における価格上昇が著しかった東西沿岸部の大都市のウェイトが大きいため、反動でいまだに低下傾向が続いているが、内陸部などの都市では、前月比で横ばいもしくは上昇しているところも見られる(図表2-10)。

サブプライムローンの初期優遇期間のリセット件数は、既に今年半ば以降ピークアウトに向かっている可能性がある。プライムローンの延滞率はまだ上昇しているが、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策が発表されていることや、ファニーメイとフレディーマックが政府管理下に置かれたことは、ある程度の下支え要因となる。

足元では価格低下を睨んだ買い控えも見られるが、足元の住宅着工件数が年率80万件レベルまで抑制されているのに対し、全米の世帯増加ペースは年間150万世帯程度であり、人口増加社会での実需は底堅いはずである。割高感が薄れて購入予定者のマインドが好転すれば、住宅販売や住宅着工は、V字回復とはいかないまでも、少なくとも減少傾向に歯止めがかかる展開は期待できる。住宅市場は2009年前半には底打ちに向かうとみている。

#### (4) 設備投資は弱めの推移が続く

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、8月までは活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイント近辺で推移していたが、9月以降急低下に転じ、2001年の景気後退局面のレベルを下回った(図表2-11)。最近の金融危機の深刻化が企業マインドの急速な悪化につながったといえよう。10月の製造業指数の38.9ポイントという水準は、1982年9月以来の低さであり、ISM



によると年率▲0.7%成長に相当するとのことだ。

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、2001年の景気後退期のような大幅な落ち込みには至っていないが（図表2-12）、今後減速に向かう可能性が高い。オフィスや商業施設など非住宅部門の建設支出も、依然堅調なレベルではあるが、伸びの鈍化傾向が続いている。

ただ、企業は在庫をうまくコントロールできしており、売上に対する在庫比率は依然として歴史的低水準にある（図表2-13）。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際に、早目に生産が拡大に向かう可能性を示唆している。

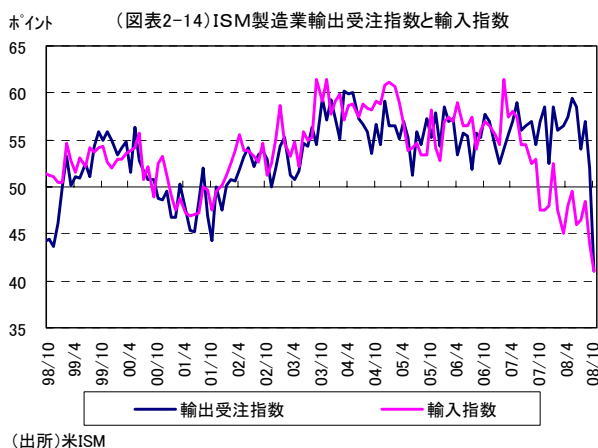
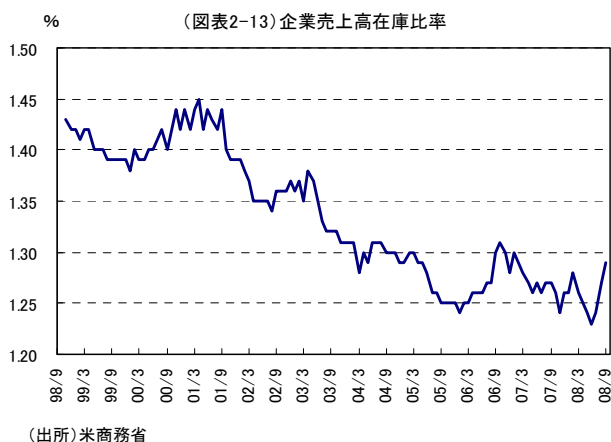
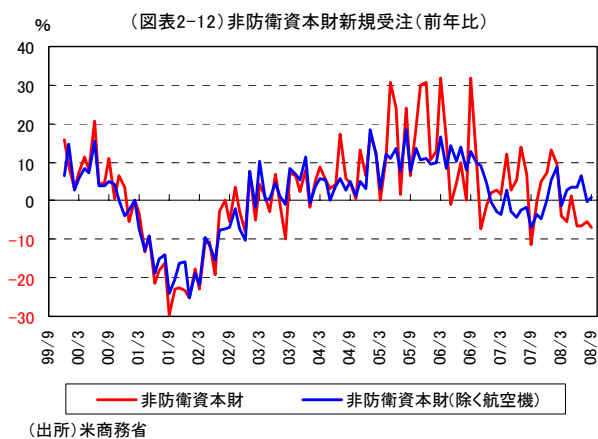
企業は先行き不透明感から慎重姿勢を維持している。しばらくはバランスシート調整的なスタンスをとって投資を控えよう。金融機関も当面は厳しめの貸出姿勢を維持すると考えられるため、資金調達の面からも、目先の設備投資は弱めの推移が続くと見込まれる。ただし、企業が過剰設備や過剰在庫を抱えていないことなどから、来年後半以降は徐々に底堅さを取り戻そう。

### （5）堅調だった輸出も鈍化方向

夏場までは堅調に推移していた輸出も、世界景気の減速を受けて、伸びが鈍化してきている。ISM製造業指数においても、堅調なレベルを維持していた輸出受注指数が急低下し、10月には内需低迷で既に低下が進んでいた輸入指数と同水準となった（図表2-14）。両者の水準には9月まで大きな開きがあったが、世界景気の減速を受けて輸出受注指数が一気に低下し、さや寄せされた形だ。今後、成長率に対する純輸出のプラス寄与が縮小方向に向かうことを示唆している。

最近の米国景気を下支えしてきた輸出の大きな特徴は、とうもろこしや大豆、小麦といった穀物や、石油・化学製品など、需給逼迫で価格が上昇していた品目の伸びが非常に高く、輸出先としては、ロシア、中南米諸国、OPEC産油国といった資源純輸出国向けを中心に、新興国向けの伸びが目立っていたことだ。しかし足元では、資源価格が調整色を強め、また、金融危機は新興諸国にも飛び火し、これまで国外から流入していた資金が一気に流出。高成長だった各国とも景気減速が鮮明になってきている。

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に伴い、新興国の内需自体に厚みが増してきている。したがって、中長期的には新興国向け需要は堅調と考えられるものの、目先の世界景気は一段と減速が見込まれるため、輸出の伸びはさらに鈍化することが予想される。

### (6) 公的資本が貸出に回るかが次の課題

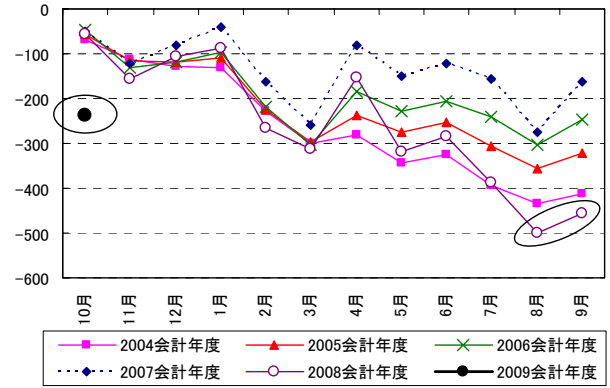
総枠 7,000 億ドルの金融安定化法に基づき、まずは当初の 2,500 億ドル枠での年内の資本注入が進んでいるが、今後、景気減速で不良債権がさらに増加する事態も考えられる。また、全米には 8,000 もの金融機関が存在し、さらに保険会社 AIG への資本注入が実施され、その他、GE や GM の金融子会社なども対象に入れるかという議論がなされている。このままだと公的資金の枠は不足し、さらなる追加策が必要となる公算が大きい。そうすると、公的資金注入に伴う財政悪化から（図表 2-15）、景気減速下にもかかわらず長期金利が高止まりしてしまうリスクが発生しよう。

実体経済回復のためには、貸し渋りをなくし、経済の血液であるマネーの流れを活性化する必要がある。金融機関に注入した公的資金が自然に貸出に回れば良いのだが、そうでなければ、資本注入した金融機関に対して、貸出の伸びを一定水準以上に保つなどの数値目標を課すことも検討すべきだろう。その際、貸出に公的信用保証を付けるという策も、並行して必要かもしれない。

一方、ノンバンクへの資本注入も検討するという方針変更に伴い、金融安定化法の本来目的であった不良資産の買い取りは一旦見送りとなってしまった。この方針転換によって、政策に対する不透明感が高まったことは否めない。もっとも、買い取りプランが機能するには買い取り額の問題が残っていた。政府が高く買えば納税者負担が増す可能性が高まることになり、かといって安く買おうとすれば、金融機関が損失の拡大を恐れて資産売却を躊躇する可能性がある。時価会計凍結の議論があるなら、なおさら売却は様子見となろう。バーナンキ FRB 議長は満期保有前提の価格を目安とする考えを示したが、公正価格での買い取りが進むかどうかは難しい。不良債権の買い取りについては、今後の課題として残ることになりそうだ。

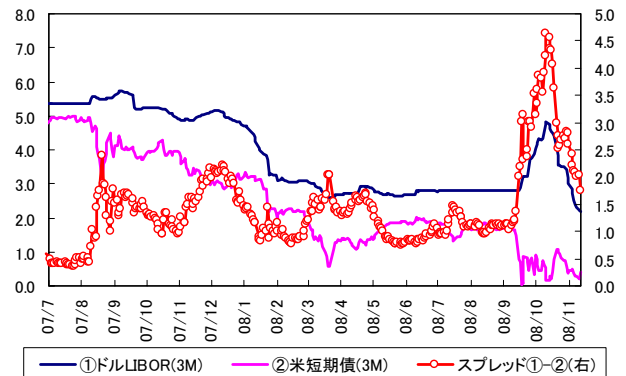
9 月のリーマン・ブラザーズ破たん後、金融機関同士で疑心暗鬼が広がって資金の融通が滞り、短期金融市場での調達コストは急上昇した。銀行間取引金利であるドル LIBOR の上昇に加え、安全資産として短期国債が買われたため、両者のスプレッド（TED スプレッド）が一時急激に拡大した（図表 2-16）。その後、世界的な協調体制のもとでの公的資本注入策などを受けてドル LIBOR は落ち着き、金融市場の混乱は一時に比べ和らいでいる。まだ時間はかかるかもしれないが、来年以降、金融不安は次第に沈静化に向かうとみている。

(図表2-15) 会計年度別財政赤字比較(月次累計)



(出所)米財務省

(図表2-16) 金融機関の調達コスト(TEDスプレッド)



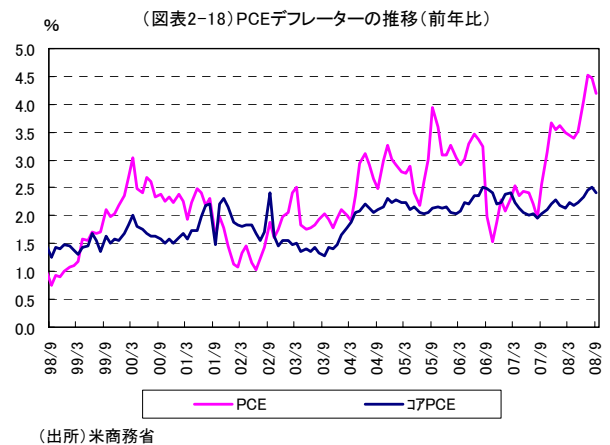
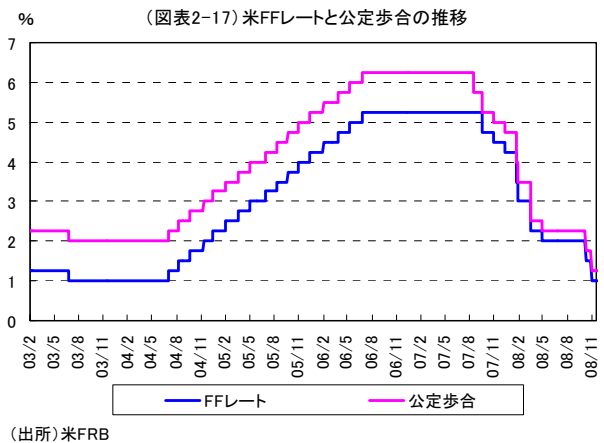
(出所)Bloomberg

### (7) FRBは各種対策の効果を見極めながら、慎重に追加利下げ

10月28-29日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、政策金利であるFFレート（FF Rate）の誘導目標が、1.5%から1.0%へと50bp引き下げられた（図表2-17）。10月8日に米欧6中銀で50bpの協調利下げを行ったばかりであり、その後も金融機関への公的資本注入策や、さらなる流動性供給策などを発表しているが、金融危機の深刻化と実体経済の悪化に対し、FRB（米連邦準備制度理事会）としてもう一段踏み込んだ対応を示した形だ。会合後の声明文では、前回10月8日の協調利下げの時と比べ、景気減速についてより具体的な認識を示している。インフレについても鈍化見通しがより明確となっており、リスクバランスとしては、インフレの上振れリスクが消滅し、景気下振れリスクだけが残った。

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）の前年比の伸びは、依然としてFRBが目安とする1-2%の上限を上回っているものの、9月は+2.4%へと8月の+2.5%から鈍化した。エネルギー価格の低下がコア指数に波及するまでにはラグが存在するが、景気が減速基調を強めていることもあって、コアインフレは鈍化方向に向かい始めた（図表2-18）。

もはやインフレを警戒する状況ではなく、景気後退色が強まる中、市場でも追加利下げ観測が大勢を占めている。ただ、FFレートは既に前回の金融緩和時の最低水準と同じ1.0%で、コアインフレ率を差し引くと実質マイナス1%台半ばという低水準だ。今後の利下げ余地は狭まっているといえよう。FRBは金融市場の動向と景気下振れリスク、各種財政・金融政策の効果などを注視しつつ、12月に50bpの追加利下げを行い、その後はしばらく様子見姿勢に入ると予想する。





### 3. 欧州経済見通し

#### 〈要 約〉

ユーロ圏経済は、金融不安や世界的な景気減速などの影響で、減速基調が鮮明になってきている。9月の米リーマン・ブラザーズの破綻以降、欧州の金融機関の経営不安も深刻化しており、金融不安が解消に向かうにはしばらく時間を要すると考えられることから、景気の停滞が長引く可能性が高い。金融不安の解消や米国景気の持ち直しを受け、ユーロ圏景気が堅調な拡大ペースを取り戻すのは2010年以降となろう。

個人消費は、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。商品市況は調整局面に入ったものの、改善傾向が続いていた失業率がここへきて悪化に転じており、当面は減速基調が続くと予想される。

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。

ECBは10月8日、米・英などと共に6中銀による50bpの協調利下げを実施。11月の定例理事会でも50bpの追加利下げを実施し、政策金利を3.25%とした。ECBはこれまでのインフレ警戒スタンスを大きく後退させており、さらなる追加利下げで政策金利を1.5%まで引き下げると予想する。

(図表3-1)欧州経済見通し

ユーロ圏実質GDP(08/9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	09/3	09/6	09/9	09/12
ユーロ圏GDP	2.6%	1.0%	-0.5%	0.4%	0.7%	-0.2%	-0.2%	-0.4%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%	-0.2%	0.0%	0.1%	0.2%
家計消費	1.6%	0.2%	-0.6%	0.2%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%	-0.2%	-0.1%	0.0%	0.1%
政府消費	2.3%	1.6%	1.7%	0.3%	0.3%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
固定投資	4.2%	1.5%	-1.8%	1.1%	1.4%	-1.0%	-0.6%	-0.8%	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.2%	-0.6%	-0.2%	0.1%	0.2%
純輸出(寄与度)	0.3%	0.1%	-0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	-0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

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	09/3	09/6	09/9	09/12
英国GDP	3.0%	0.8%	-1.6%	0.5%	0.3%	0.0%	-0.5%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.1%	0.1%	-0.6%	-0.7%	-0.3%	-0.1%

#### (1) ユーロ圏景気は減速基調が鮮明に

7-9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4-6月期に続き、2四半期連続でのマイナス成長となった(図表3-1)。需要項目別の内訳は12月4日の発表となるが、輸出の減少から純輸出が大幅マイナスとなったほか、個人消費、設備投資とも低調だったと予想される。また、主要国別に見ると、フランスは予想外にプラス成長となったものの、ドイツ、イタリア、スペインはマイナス成長となった。

ユーロ圏経済は、金融不安や世界的な景気減速などの影響で、減速基調が鮮明になってきている。9月の米リーマン・ブラザーズの破綻以降、欧州の金融機関の経営不安も深刻化しており、金融不安が解消に向かうにはしばらく時間を要すると考えられることから、景気の停滞が長引く可能性が高い。金融不安の解消や米国景気の持ち直しを受け、ユーロ圏景気が堅調な拡大ペースを取り戻すのは2010年以降となろう。

ユーロ圏の個人消費は減速基調が続いている。小売売上高は減少傾向が続いており、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。

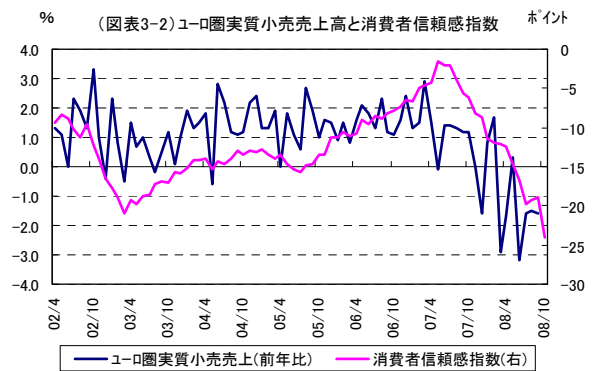
る(図表3-2)。商品市況は調整局面に入ったものの、改善傾向が続いていた失業率がここへきて悪化に転じている。主要国別にみると、ドイツでは雇用市場は3、4四半期ほど景気に遅行する傾向があり、昨年末に資本財受注が急増した影響もあって、いまだに失業率の改善傾向が続いている(図表3-3)。しかし、受注残は大幅に減少してきており、失業率は早晚悪化に転じると予想される。フランスでは横ばいから悪化、イタリアでは昨年央から既に景気が減速していたことから、失業率の上昇傾向が続いている。とりわけ悪化が著しいのはスペインだ。スペインでは住宅バブルが崩壊、就業者に占める建設・不動産関連の割合が高いこともあって、失業率が急上昇している。

ユーロ圏各国の個別企業からは業績の悪化を理由にリストラの発表が続いており、今後も失業率の上昇傾向は続く予想される。個人消費が回復に向かうためには、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ことが前提になると考えられ、当面は減速基調が続くと予想される。

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。先行指標であるユーロ圏製造業受注は、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、活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイントを5ヶ月連続で割り込んでおり、足元では統計開始以来の最低水準にある(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。これまで、ドイツを中心に新興国への資本財輸出が好調で生産活動を牽引してきたが、新興国景気も鈍化してきており、生産活動は減速基調が続こう。実体面、マインド面いずれも弱含んでいることから、設備投資は当面低調な推移となる可能性が高い。回復の時期は、米国景気の持ち直しを受けた外需の復調が予想される2010年以降にずれ込むとみている。

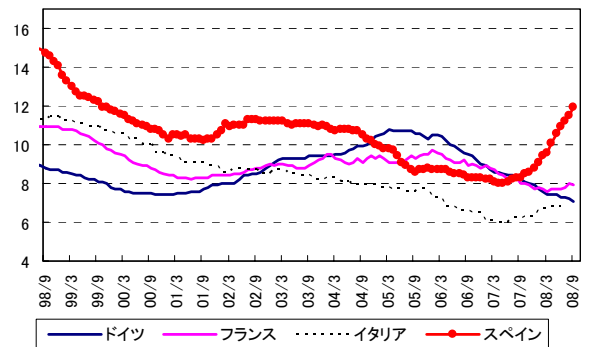
## (2) 欧州でも金融危機が深刻化

9月のリーマン破綻以降、ユーロ圏ではECB(欧州中央銀行)が大量の資金供給を実施しているにも関わらず、市場では相互不信の広がりから、銀行間取引金利が急上昇し、資金調達が難しくなっていた(図表3-5)。その結果、ベルギーのフォルティスやドイツのヒポ・リアルエステートなどの大手金融機関が



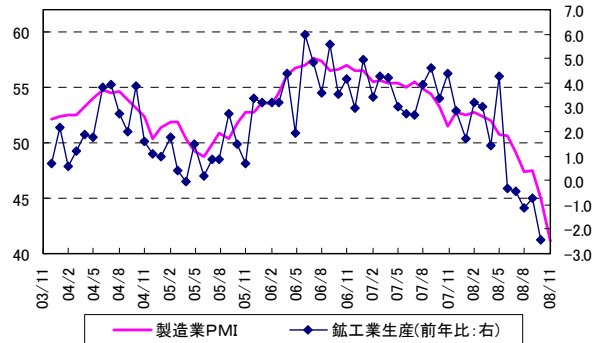
(出所)ユーロスタット

(図表3-3) ユーロ圏主要国失業率の推移(EU統一基準)



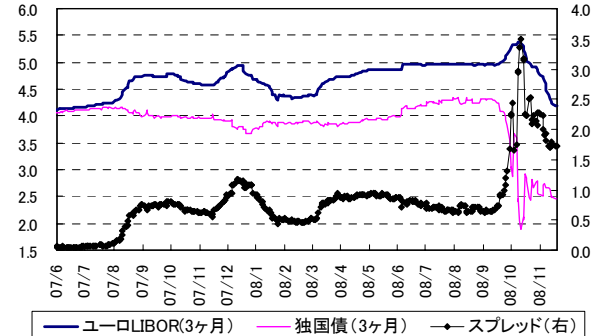
(出所)ユーロスタット

(図表3-4) ユーロ圏製造業PMIと鉱工業生産の推移



(出所)RBS/Markit、ユーロスタット

(図表3-5) ユーロ圏の短期金融市場



(出所)ブルームバーグ

(図表3-6)米、欧、日の金融危機対策

	金融機関への資本注入	銀行間取引の補償など	預金保護
米 国	70兆円 (7000億ドル)	金融機関の新規債務を保証	当座預金は全額
欧州合計	29兆円 (2300億ユーロ)	225兆円 (1兆8750億ユーロ)	
英 国	8兆円 (500億ポンド)	39兆円 (2500億ポンド)	上限900万円 (5万ポンド)
ドイツ	10兆円 (800億ユーロ)	50兆円 (4200億ユーロ)	全額
フランス	5兆円 (400億ユーロ)	38兆円 (3200億ユーロ)	全額
日 本	注入枠の拡充を検討 (2兆円から10兆円規模へ)	—	現状は上限 1000万円

(注)1ドル=100円、1ユーロ=120円、1ポンド=155円で換算。

(出所)当社作成

相次いで政府から救済を受けたり、国有化されたりする事態に陥った。

金融危機の深刻化を背景とした株式市場の暴落に直面したEU各国は、公的資金の注入を含む金融危機対策を矢継ぎ早に発表している(図表3-6)。また、金融危機の深刻化で一段と景気が減速してきていることから、雇用対策や投資優遇税制などの景気刺激策も発表され始めている。2011年の財政均衡を目指し、財政悪化につながる景気対策に否定的だったドイツも、6兆円規模の景気刺激策を発表した。当局による各種の対応策を受け、足元では銀行間金利が低下してきており、金融市場はやや落ち着きを取り戻しつつある。

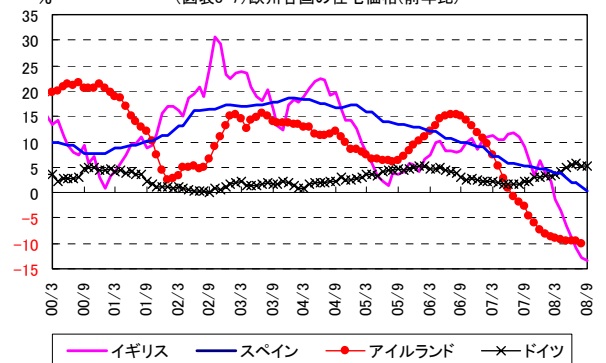
ただし、不安材料が無くなった訳ではない。この先、実体経済のさらなる悪化が見込まれることから、金融機関に追加の損失が発生する可能性が高い。とりわけ、スペインをはじめ欧州の一部の国では住宅バブルが崩壊しており、イギリスやアイルランドの住宅価格は前年比で10%以上のマイナスとなっている(図表3-7)。住宅市場の調整は今しばらく続くと考えられ、金融機関の不良資産がさらに増加することが予想される。また、金融不安はハンガリーやウクライナ、アルゼンチンなど新興国にも拡大している。欧州の金融機関は日米の金融機関に比べ新興国への進出が進んでいるため、ここでも損失が拡大するリスクがある。欧州における金融不安の解消にはまだ時間を要するだろう。

### (3) ECB はインフレ懸念から景気減速懸念へ

ECB は、金融危機の深刻化とそれに伴う株価の暴落を受け、10月8日、米・英などと共に6中銀による50bpの協調利下げを実施した。11月の定例理事会でも50bpの追加利下げを実施し、政策金利を3.25%とした(図表3-8)。

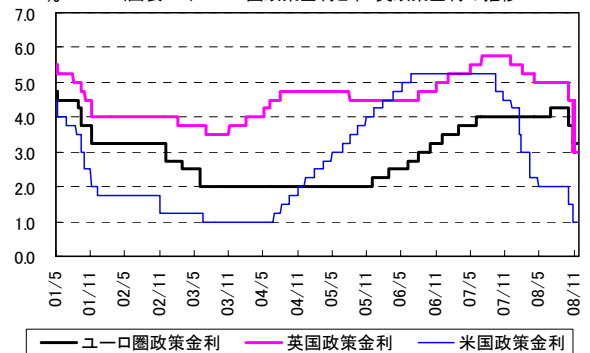
ECB は、これまでインフレ率の上昇を警戒してきた。エネルギー・食品価格の高騰によって、CPIが急上昇したこともあり、7月の定例理事会では25bpの利上げが行われた。しかし、7年半ば以降、押し上げの主因だったエネルギー・食品価格が調整色を強めたことから、7月に前年比4.0%とユーロ導入後

(図表3-7)欧州各国の住宅価格(前年比)



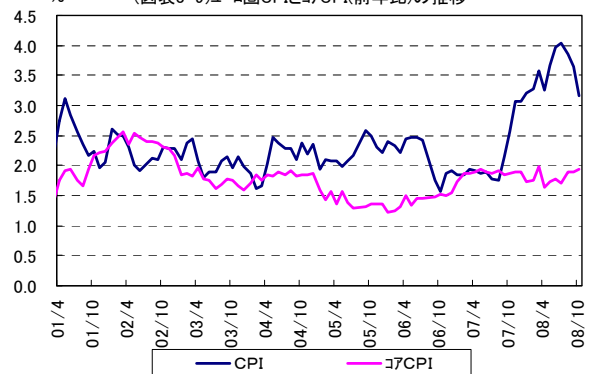
(出所)HBOS等

(図表3-8)ユーロ圏政策金利と米・英政策金利の推移



(出所)ブルームバーク

(図表3-9)ユーロ圏CPIと37CPI(前年比)の推移



(出所)ユーロスタット

で最大の上昇率を記録していた CPI は、10月の速報値で同 3.2%まで鈍化している（図表 3-9）。景気の減速基調も鮮明となってきていることから、今後インフレ率はさらに鈍化していくと予想される。そのため、ECB はこれまでのインフレ警戒スタンスを大きく後退させており、さらなる追加利下げで政策金利を 1.5%まで引き下げると予想する。

#### （４）英国景気は減速基調が強まる

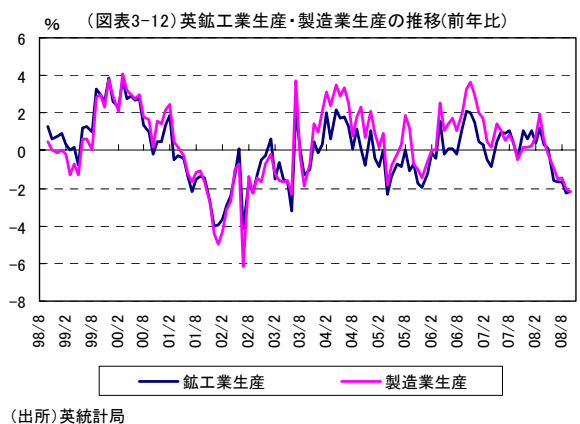
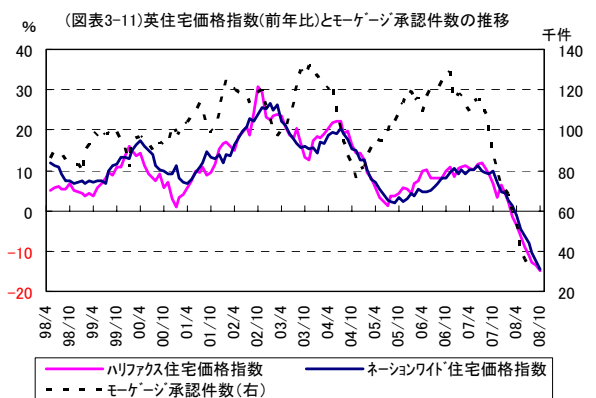
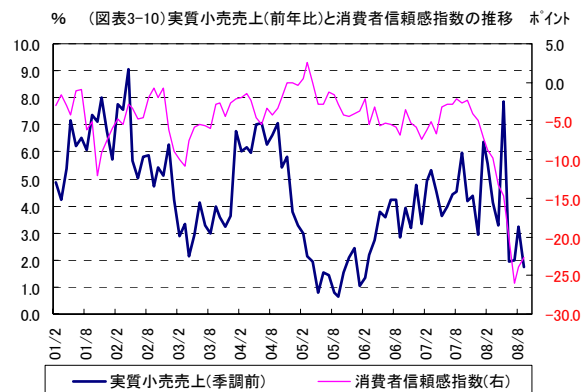
英国の 7-9 月期実質 GDP 成長率（速報値）は前期比 0.5%減と、1992 年 4-6 月期以来、16 年ぶりのマイナス成長となった。昨年までは堅調な拡大ペースが続いていたが、金融不安や住宅バブルの崩壊を背景に減速基調を強めている。

個人消費は減速が鮮明となってきた。昨年まで堅調な伸びを維持してきた小売売上は、金融不安などの影響で今年に入ってから急速に悪化している（図表 3-10）。また、モーゲージ承認件数は統計開始以来の最低水準での推移が続いており、資産効果を通じて消費拡大に貢献してきた住宅価格も低下が止まらない（図表 3-11）。金融危機の深刻化で、金融機関の貸出姿勢は今後さらに厳しくなることが予想されることから、モーゲージ承認件数は今後も弱含みの推移が続くとみられる。住宅価格の調整は今しばらく続くと考えられ、資産効果もさらに弱まるとみられることから、個人消費は引き続き減速基調が続こう。

製造業の生産活動は足元で急速に悪化している（図表 3-12）。米国やユーロ圏の景気減速に加え、金融危機の影響から企業の資金調達環境は厳しさを増しており、設備投資も弱含みの推移が続くとみている。

金融・サービス業のウェイトが大きい英国では、金融業界に対する不安感が、家計や企業のマインドを諸外国よりも大きく悪化させている面がある。金融危機が解消に向かうには時間を要すると考えられるため、2009 年の英国は大幅なマイナス成長を余儀なくされよう。家計や企業のマインドが持ち直し、個人消費、設備投資が回復に向かうのは 2010 年以降になると予想する。

BOE（イングランド銀行）は 10 月 8 日に 50bp の協調利下げを行った。11 月には 150bp の大幅利下げを行い、政策金利を 3.00%とした。一方、9 月の CPI は前年比 5.2%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。ただし、押し上げの主要因であるエネルギー価格の調整が進んでいることに加え、景気の減速基調が強まってきていることから、今後インフレ圧力は急速に弱まると考えられる。BOE は景気減速に対応するため、引き続き緩和姿勢を継続し、政策金利は 1.0%まで引き下げられると予想する。



## 4. 中国経済見通し

### 〈要 約〉

中国経済は、世界景気の失速や、これまでの景気引き締め策の影響により、減速基調を強めている。7-9月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 9.0 %増となり、5 四半期連続の伸び鈍化、通年でも 6 年ぶりの 10%割れがほぼ確実となった。2009 年に入ってもしばらくは景気の停滞が続く見込み。金融市場の混乱、世界景気失速、株価バブル崩壊の影響が尾を引くと考えられるのがその理由。一方で、「中国史上最大規模の景気刺激策」と言われる総額 4 兆元(約 57.5 兆円)に及ぶ財政政策の実施が明らかとなったことで、景気がこのまま失速に向かう可能性も遠のいている。今後は金融緩和の進展も見込まれるほか、2009 年後半以降は、米国経済の底打ちが予想されることから、景気は緩やかに上向くと予想する。

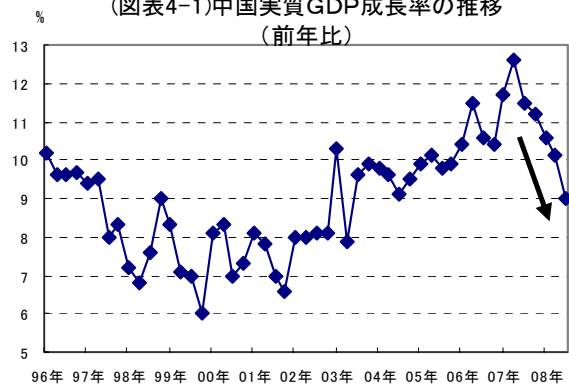
#### (1) 中国景気は減速基調を強める

中国の 7-9 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比 9.0 %増となった。成長率が 10%を割り込むのは 2005 年 10-12 月期以来のこと。2007 年 4-6 月期をピークに、これで 5 四半期連続の成長率鈍化となる。2008 年は、通年でも 2002 年以来 6 年ぶりに 1 桁台の成長率となることがほぼ確実な情勢となっている。

景気減速の要因は、第一に、米国を中心とした世界景気の失速により、主力の製造業が内外からの受注減に直面していることである。10 月の PMI (購買部担当者景気指数)は 45.2 となり、前月の 47.7 から低下、2004 年の調査開始以来の最低水準となった(図表 4-3)。生産、雇用、新規受注の各指数の水準もそれぞれ過去最低を記録している。年間売上高 500 万元以上の企業による 10 月の工業増価値(≒鉱工業生産)は前年比 8.2%増で、伸び率は前年同月から 9.7%ポイント、前月から 3.2%ポイント低下するなど、企業活動は不振の度合いを強めている。

第二に、2008 年前半まで続いていた政府当局による景気引き締め策が、タイムラグをおいて顕在化してきた可能性があることである。つい半年前まで、中国政府の懸念は景気過熱であり、政府はなりふり構わぬ引き締め政策をとってきた。過剰投資抑制のため、「過熱業種」の個別指定による厳しい投資抑制策を実施したほか、商業銀行の融資総枠規制(中国版総量規制)も実施した。不動産の投機的取引抑制のため、住宅に係るローン最低頭金比率の引き上げを始め、数多くの対策が実施された。輸出については、輸出付加価値税の還付率引き下げや還付制度の廃止が実施された。金融政策面では、2008 年前半までの約 2 年間に、法定預金準備率が 7.5%から 17.5%まで累計 10%も引き上げられた。預金・貸出基準金利は 2007 年だけで 6 回引き上げられている。

(図表4-1)中国実質GDP成長率の推移  
(前年比)

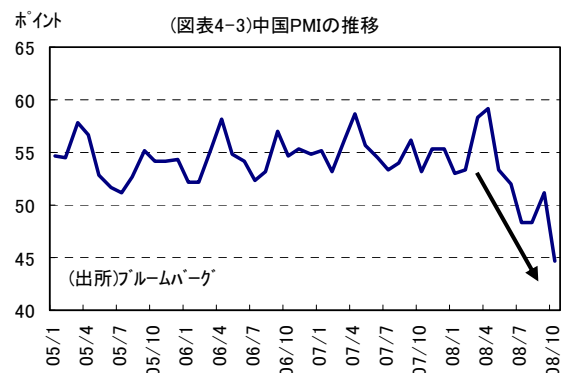


(出所)ブルームバーグ

(図表4-2)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	9.5	8.5

(図表4-3)中国PMIの推移



(出所)ブルームバーグ

中国経済は、今後も2009年前半にかけ、停滞を余儀なくされる可能性が大きい。世界金融市場の混乱と海外景気減速の影響が尾を引くと考えられるのに加え、株価バブルが既に破裂しており(図表4-4)、早期の反転が期待できないことや、北京オリンピック関連需要が剥落していること等が理由である。

## (2) 史上最大の景気対策が下支えに

一方で、「中国史上最大規模の景気刺激策」と言われる総額4兆元(約57.5兆円)に及ぶ財政政策の実施が明らかとなったことで、景気がこのまま失速に向かう可能性も遠のいている。中国国務院は11月5日に開いた常務会議で、「安定した経済成長を維持するため」と称して、10項目の内需拡大策を打ち出した(図表4-5)。2010年末までに4兆元を投じる計画とのことで、2008年10-12月期中にまずは1,000億元が支出に付される。

現時点で予算配分の詳細はまだ明らかになっていないが、上記には既に発表になったプロジェクトも含まれる。たとえば、10月下旬に、国務省が全国の鉄道建設プロジェクトへの2兆元の支出を承認しており、これは既に着工済みの案件も含む。民間投資も一部含まれ、また、すべてがいわゆる「真水」ではないようだが、なんとといっても4兆元は、2007年の名目GDPの16%に相当する大規模な金額であることから、景気下支えに十分な効力を発揮しよう。幸い、中国は財政黒字の状態にあり、政府債務のGDP比も2割未満であることから、大幅な財政悪化が懸念される状況ではない。今後は一段の金融緩和が見込まれることも、一定の景気下支えとなろう。2009年後半は、米国経済の底打ちが予想されることに伴い、外需主導で景気は再度上向き展開を予想する。

## (3) 不動産投資は抑制から促進へ

2008年1-9月の全社会固定資産投資の伸びは、前年同期比27.0%増となり、伸び率は1-6月の同26.3%を上回った(図表4-6)。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、これで2期連続の伸び加速となる。いわゆる「過熱業種」が多く含まれる第2次産業の伸びは同29.0%で、1-6月の同26.0%から3%ポイント加速している。

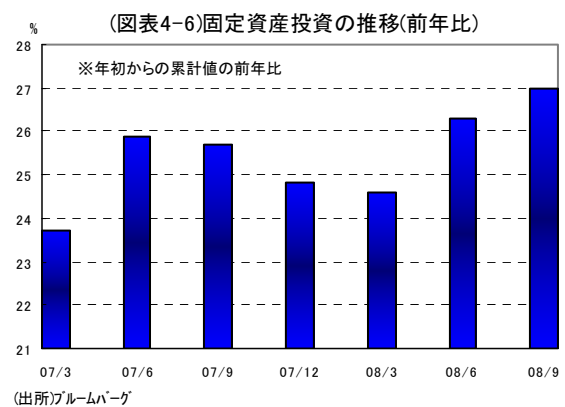
1-9月の都市部の固定資産投資は同27.6%増で、1-8月の同27.4%増からやはり加速、2006年10月以来の高い伸びとなった(同統計は月次ベースでの年初からの累計値で発表)。このように、今のところ投資需要が大きく冷え込む兆しは見られないが、同統計は名目ベースの統計であり、夏場までの物価上昇ペースを考えれば、実質ベースの伸びは減速している可能性もあろう。また、当局が従来から注目している不動産開発投資額は同26.5%



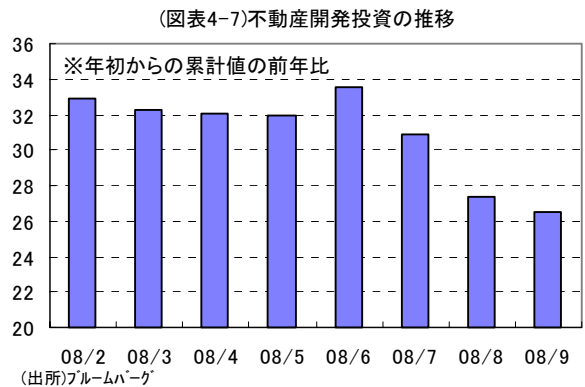
(図表4-5)中国当局が発表した内需拡大策10項目

- ① 中低所得者向けの賃貸住宅の建設促進
- ② 農村インフラ整備
- ③ 鉄道・道路建設などによる交通網の整備
- ④ 医療、教育事業の発展推進
- ⑤ 環境対策
- ⑥ ハイテク産業とサービス産業の発展推進
- ⑦ 四川大地震の震災復興事業
- ⑧ 農村部の所得対策
- ⑨ 増値税改革による企業減税
- ⑩ 商業銀行の融資規制撤廃

(出所)各種資料より明治安田生命作成



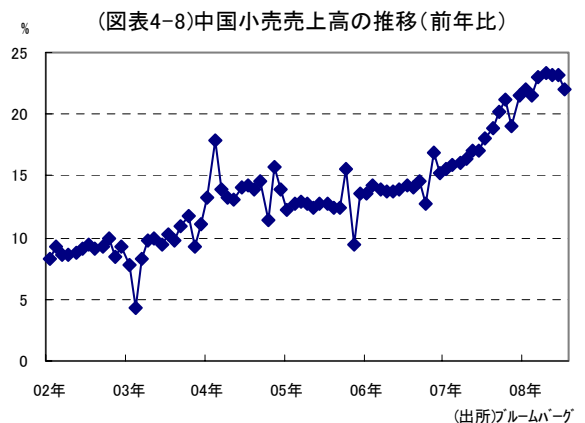
増と、こちらは1-8月の同29.1%増から減速している(図表4-7)。1-6月期の同33.5%をピークに、夏場以降、鈍化傾向が鮮明になってきた形である。不動産価格の上昇ペース鈍化も顕著だ。9月の都市部不動産価格(70都市平均)は、前年比3.5%上昇と、8月の同5.3%上昇から鈍化した。前月比では0.1%の低下で、2ヶ月連続のマイナスとなっている。都市別に見ると、北京ではまだ高騰が続いているほか、上海もプラスを維持しているが、深センや広州では下落に転じている。不動産投資は、都市部固定資産投資の約4分の1を占めることから、今後固定資産投資の伸びは全体として鈍化に転じる可能性が高い。



政府は既に不動産投資の抑制姿勢を転換している。10月22日には、初めて住宅を購入する際、床面積90㎡以下の場合には不動産譲渡税を1.5%から1.0%に引き下げるとしたほか、初回購入者に限り、頭金の下限を30%から20%に引き下げ、銀行にも住宅ローン金利を指標貸出金利の70%まで抑えることを認めた。景気減速を背景にした不動産価格の先安観は簡単には払しょくされないとみるが、銀行融資規制の緩和や、利下げの効果とも合わせ、不動産投資の一定の下支え要因となる。

#### (4) 農村部への所得支援を充実

10月の社会消費財小売総額は、前年比22.0%増となった。7月の同23.3%をピークに、伸びの加速傾向に歯止めがかかった形となっている(図表4-8)。



夏場までの物価高騰や、輸出産業を中心とした雇用環境悪化の影響で、既に実質可処分所得の伸び鈍化が鮮明となっている。2008年1-9月の都市部住民の1人当たりの実質可処分所得は前年比7.5%増で、増加幅は昨年同時期を5.7ポイント下回った。株価バブル崩壊による逆資産効果も懸念される状況だ。時価総額ベースでは年初来6割も減少、減少額をGDP対比で見ると約90%に及び、ほぼGDPに匹敵する金額が消えた形となっている(図表4-9)。こうした状況を受け、消費者心理も冷え込みつつあり(図表4-10)、とりわけ、自動車などの高額商品の売上への影響が鮮明となっている。

(図表4-9)株の時価総額

(兆ドル)

	2008年初	10/27	減少額	減少率	減少額 対GDP比(07年)
世界	60.7	29.4	▲ 31.3	▲ 51.5%	57.3%
日本	4.5	2.7	▲ 1.8	▲ 40.0%	41.5%
米国	17.6	10.1	▲ 7.5	▲ 42.5%	54.3%
EU(27ヶ国)	14.8	6.7	▲ 8.1	▲ 54.8%	48.0%
中国	4.5	1.6	▲ 2.9	▲ 64.0%	87.7%

(出所)ブルームバーグ

当局は、先の10項目の内需拡大策の中で、中低所得層向けの対策を重点的に打ち出している。人口の約7割を農民が占めること、都市部と農村部の格差是正が積年の課題となっている点に鑑み、農村部を重視した支援策が目立つ。10月12日に閉幕した中国共産党の第

17 期中央委員会第 3 回全体会議（三中全会）は、2020 年までに農民 1 人当たりの収入を 2008 年の 2 倍にするとの目標を掲げた。これを受け、10 月 20 日には国家發展改革委員会が 2009 年から麦類の最低買取価格を 13-15%程度引き上げることを発表。また、穀物生産や農業資材の購入に対する補助金の適用範囲を拡大し、補助金の額を引き上げる方針も示している。これらは 10 項目の内需拡大策にも再録されている。

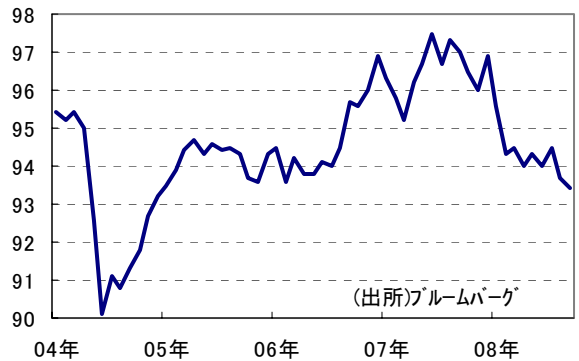
また、農村部住民を対象に、家電購入の補助金を支給する方針も示されている。対象はテレビ、冷蔵庫、携帯電話、洗濯機で、購入価格の 13%を農村部住民に直接支給するというもの。施行期間は 12 月から 4 年間。各製品の補助金支給は家庭 1 戸当たり 1 回までとのこと。これは、家電業界で問題となっている生産過剰の問題を緩和させる目的もあるようだ。こうした政策効果もあり、個人消費の減速は小幅にとどまることが予想される。

### （5）世界景気減速でも貿易黒字は拡大

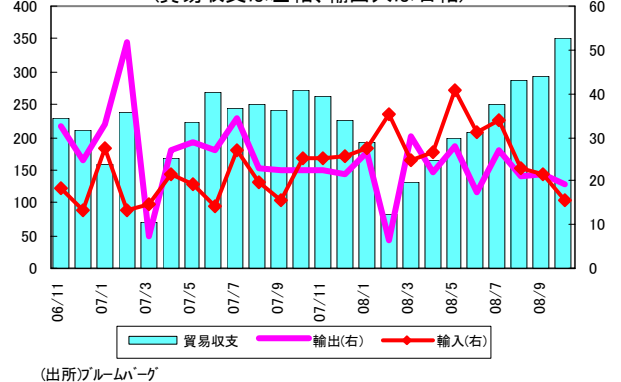
2008 年 10 月の輸出額は前年同月比 19.2%増の 1,283 億ドル、輸入額は同 15.6%増の 931 億ドルとなった。輸出の伸びは鈍化傾向にあるが、それ以上に輸入が鈍化していることから、貿易黒字は 352 億ドルと、単月としては 3 ヶ月連続で過去最大を更新している（図表 4-11）。輸入の鈍化幅が大きい理由としては、内需が減速基調にあること、また、加工貿易の割合が高いため、輸出が鈍化する分、原材料や部品の輸入が減少する傾向があることが挙げられる。したがって、海外景気が減速基調にある中でも、中国の貿易黒字は今後も大きく減少しない可能性が高い。もともと、輸出、輸入がともに減速基調にある中で黒字が拡大しても、景気に対しプラスに働いていることを意味するわけではない。

輸出の伸び鈍化は、政府の輸出抑制策や、海外景気の減速、3 年間で 2 割も上昇した人民元相場が影響した形だ。政府当局は、2007 年 7 月に、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を実施するなど、ここまで数次にわたり輸出抑制策を打ち出してきた。結果として、中国製品の競争力の象徴だった繊維・アパレル産業の 1-9 月の輸出額は、前年同期比 1.8%増の 871 億ドルとなり、伸び率は前年同期に比し 21.2 ポイントも縮小した。また、2008 年 1-7 月に、中国の玩具輸出企業は昨年同期に比べて 52.7%減となる 3,507 社まで減少したことが明らかになっている。こうした状況を受け、政府当局は輸出抑制策から促進策へと既に大きく舵を切っている。8 月には、繊維産業やアパレル、玩具の税還付率を 11%から 13%に引き

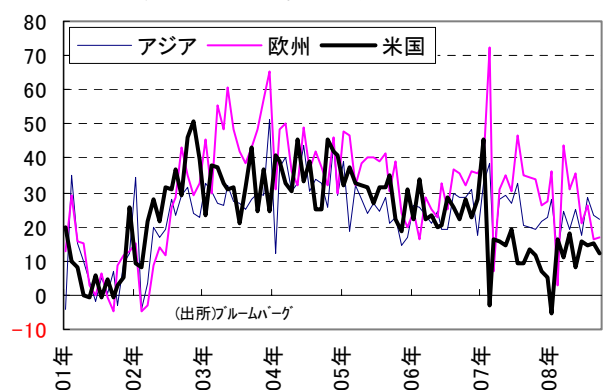
ポイント (図表4-10)消費者信頼感指数の推移



億ドル (図表4-11)中国貿易収支 (貿易収支は左軸、輸出は右軸)



(図表4-12)地域別輸出金額(前年比)の推移





上げたのを皮切りに、11月には13%から14%へとさらに引き上げた。11月は、他にプラスチック製品、家具、医薬品など、輸出品目の約4分の1が還付率引き上げの対象となっている、当局は、今後一部品目の増値税の還付率をさらに1ポイント引き上げる予定を明らかにしている。ちなみに、繊維・アパレル産業は、3ポイント引き上げの17%を要求しているとのことだ。

米国向け輸出は既に減速しているが(図表4-12)、ここへきて貿易相手としてウェートの大きい欧州景気も失速が明らかになってきたことから、2009年前半にかけて輸出の伸びの鈍化傾向が続く可能性が高い。政府の対策は一定の下支えになると見るが、輸出の本格回復のためには欧米景気の回復を待つ必要があり、時期は2010年以降にずれ込みそうだ。

## (6) 物価高騰は終息へ

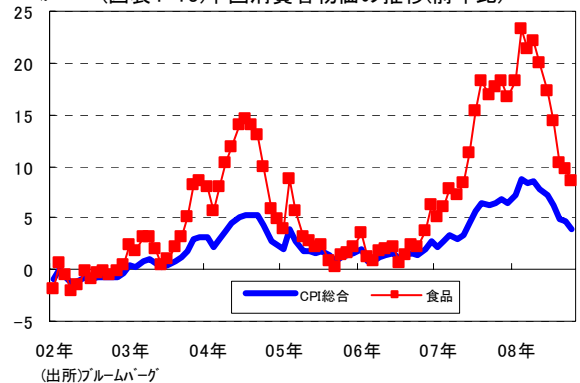
10月のCPI(消費者物価指数)の伸びは前年比4.0%となり、6ヶ月連続で伸び幅が縮小、ピーク時との比較では半分以下の伸びとなった(図表4-13)。品目別では、食品価格の伸びが同8.5%と、2月時点の同23.3%から大きく縮小したことが大きい。中でも、高騰の主因だった豚肉価格はマイナス1.2%と低下に転じている。ちなみに5月時点では同48.0%の高い伸びとなっていた。低下の要因としては、比較対象となる前年の水準が高くなっていることも一因だが、昨年夏場以降実施されている補助金配布などの生産奨励策の効果も現れていると考えられる。飼料となる穀物価格の軟化傾向が続いていることもあり、豚肉価格は今後も低下基調が続く可能性が大きい。

除く食品ベースのCPIは前年比1.6%の上昇と安定している。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をを受け、自動車燃料・部品価格の伸びが同22.4%の高い伸びとなるなど、エネルギー価格上昇の影響は残っているが、懸念材料だった食品価格の伸び鈍化と、景気減速によるマイナスの需給ギャップ拡大を受け、CPIの伸びは今後一段と鈍化に向かう可能性が高い。

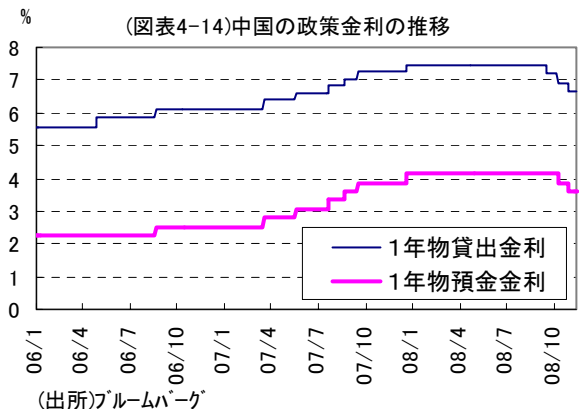
## (7) 金融緩和方向に転換

金融当局は、2006年後半以降、金融引き締め政策を続けてきたが、景気減速を受け、9月に6年半ぶりに利下げを実施、その後2回の追加利下げを実施している(図表4-14)。法定預金準備率も、今年に入ってから6月までに累計で2.5%引き上げられたが、9月以降は引き下げに転じた(図表4-15)。9月以降の主な実施事項と実施日は図表4-16のとおり。

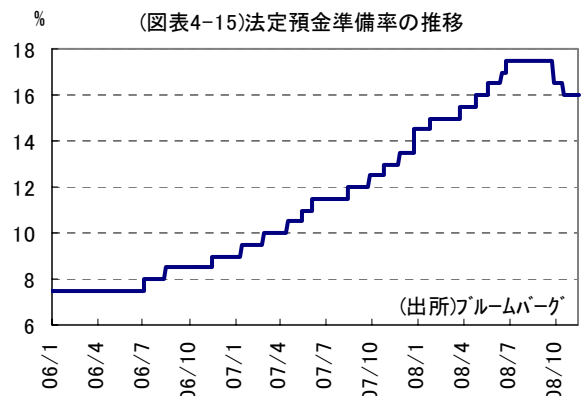
(図表4-13)中国消費者物価の推移(前年比)



(図表4-14)中国の政策金利の推移



(図表4-15)法定預金準備率の推移



(図表 4-16)9 月以降の金融政策の推移

実施日	実施事項
9月16日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて7.20%ポイントに。預金金利は据え置き。
9月25日	健全な金融機関の法定預金準備率を1.0%ポイント引き下げて16.5%に。ただし、4大商業銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行は据え置き
10月9日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて6.93%、1年物預金金利を0.27%ポイント引き下げて3.87%に。先進6ヶ国の協調利下げに呼応する形での利下げ。
10月15日	法定預金準備率を0.5%ポイント引き下げて16.0%に。4大商業銀行、交通銀行、郵政貯蓄銀行は0.5%ポイント引き下げて17.0%に
10月30日	1年物貸出基準金利を0.27%ポイント引き下げて6.66%、1年物預金金利を0.27%ポイント引き下げて3.60%に。

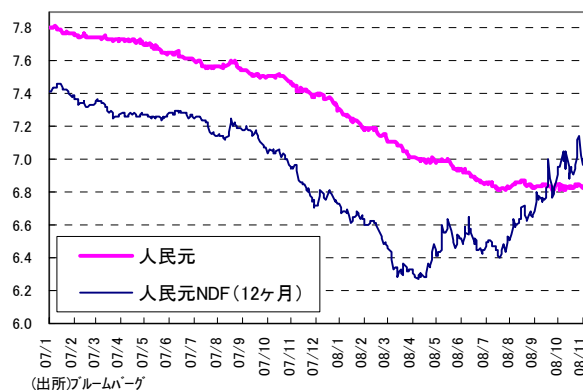
これほど短期間に金融緩和策が集中するのは異例だが、法定預金準備率はなお 16.0%という高率を維持しているほか、政策金利にも引き下げ余地が十分残されている。政府は財政、金融両面から景気を支えていく姿勢を明確にしており、今後も金利、法定預金準備率とも引き下げられると予想する。年内は2回程度、2009年も3～4回の利下げが実施されよう。

### (8) 元高への調整ペースは大幅に鈍化

人民元は、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、約3年間で2割上昇した。2008年だけでも上昇幅は6%を超えているが、こうした動きが輸出減速の一因になったと考えられる。もっとも、7月中旬以降は横ばい圏内の動きが続いている。これは、景気減速が明らかになったことを受け、当局が元高方向への調整を停止していることを示している。人民元の先高観は大幅に薄れており、直近では、1年後の人民元レートは足元の水準とほとんど変わらないという見方が主流となっている(図表4-17)。

人民銀行の周小川総裁は11月10日、「輸出を支援し、国内経済の力強い成長を維持する策として、人民元が下落する可能性も排除しない」と述べた。米国の新大統領のオバマ氏が、人民元相場が当局の管理下に置かれている実態を強い口調で非難していることもあり、元安への誘導はさすがに最後の手段ということになるだろうが、しばらくは横ばい圏内の動きが続こう。ドルの実効レートが大きく上昇していること、物価高騰が沈静化に向かっており、為替面からのインフレ抑制の必要も薄れていることから、2009年も人民元相場は横ばいから小幅上昇にとどまる可能性が高まっている。

元/ドル (図表4-17)人民元直物と先物(NDF)の推移



## 5. 原油相場見通し

### (1) 需給緩和観測を背景に WTI 価格は急落

米国産標準油種 WTI (ウェスト・テキサス・インターメディアート) 先物価格は、7 月 11 日に 147.27 ドル/バレルの史上最高値を記録したが、その後は急激に下落しており、11 月中旬には 50 ドル/バレル台まで調整が進んだ (図表 5-1)。

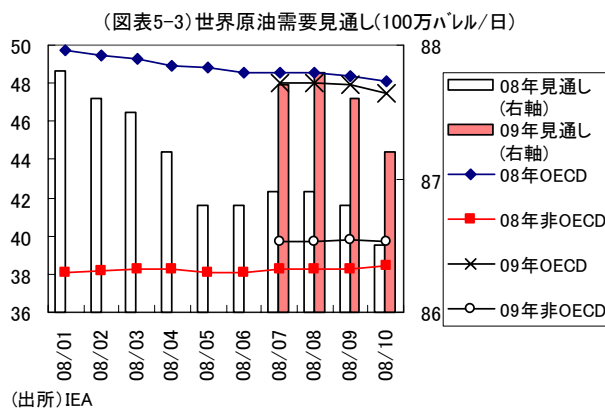
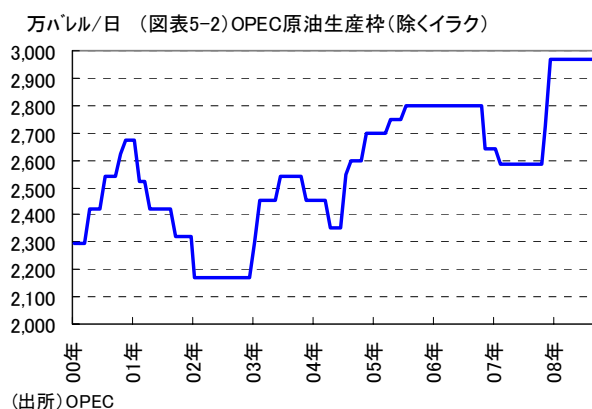
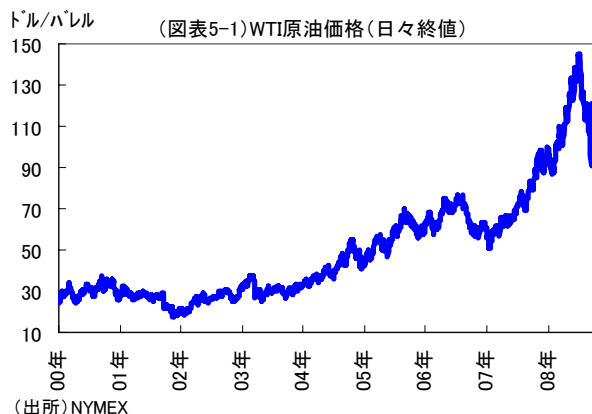
背景にあるのが需給逼迫懸念の緩和だ。米国に端を発した金融危機は世界的な広がりを見せており、米欧といった先進諸国の景気は勿論のこと、これまで堅調に推移してきた中国やインドなどの新興諸国景気も減速しつつある。OPEC が 10 月下旬の緊急会合で減産を決めるなど、産油国は供給量を減らし始めているが (図表 5-2)、需要減退観測は依然根強く (図表 5-3)、価格下落圧力はなかなか弱まらない状況となっている。

### (2) 調整局面は今しばらく続く見込み

これまで原油市況を押し上げてきた投機的な資金が商品市場から流出していることも価格下落の一因だ。金融市場の混乱で多大な損失を被ったヘッジファンドなどの投機筋は、さらなる損失拡大を恐れてポジションの解消に動いたり、リスク回避のために現金化を進めたりしている。原油価格下げ止まりのためには、金融市場の混乱緩和と世界景気の底入れが不可欠といえるが、市場には依然として両者に対する懸念が蔓延しており、原油価格の調整局面は今しばらく続く見込みだ。

### (3) WTI は年明けに底値をうかがう展開に

ただ、各国が政策を総動員し、金融市場の混乱や景気の先行き不透明感を払拭しようと取り組んでいる点は原油価格にとって好材料だ。OPEC 諸国が価格維持のためにさらなる減産を検討しており、価格下落が一段と進行する場合は大規模な減産を行う可能性があることも下支え材料となろう。また、7 月上旬まで WTI の押し上げ要因となってきた地政学リスクは依然燻っているほか、長い目で見た時の需給逼迫傾向は何ら変わっておらず、さらなる下値は限られたものにとどまると予想する。2009 年半ば以降は米国景気の持ち直しが見込まれることから、年明け以降、WTI は景気回復を織り込む形で底入れ時期をうかがう展開となろう。但し、米国景気の回復ペースは極めて緩やかと予想されることから、その後の上昇テンポは遅い可能性が高い。WTI は、2008 年末に 50 ドル/バレル台前半まで低下した後、2009 年末には 70 ドル/バレル台前半まで上昇しよう。



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。