



明治安田生命

経済ウォッチ

2007年11月 第2週号

(毎月第2週、4週発行) 2007年度 vol.15

〈フォーカス〉 ドルは基軸通貨の座を明け渡すのか

ドルの下落基調が止まらない。このままでは、基軸通貨国の座をいずれユーロに明け渡すのではないかという声も出始めているようだ。そもそも、ドル＝基軸通貨という図式は、何か制度的に保証されているものではない。ドル紙幣そのものは、金のようにそのものに価値が認められている資産ではなく、信用を失えばただの紙切れに過ぎない。戦後のブレトンウッズ体制下では、1オンス＝35ドルのレートでの交換が保証されていたが、1971年のニクソンショック以降、金との繋がりが切れて久しい。ニクソンショックの背景にあったのは、敗戦国であった日本と西ドイツの経済力の躍進だった。ドルは今、ユーロという巨大通貨圏の誕生と、アジア新興国の飛躍により、戦後2度目の大きな挑戦を受けているのかもしれない。

計算尺度としての性質から基軸通貨の多極化は起こりにくく、生き残るのはどちらか一方である。ただ、ドルがそう簡単に基軸通貨の座をユーロに明け渡すとも考えにくい。投資国としての魅力度は、長期的には潜在成長率である程度近似可能だ。その点、主要国の中で米国ほど、労働市場と資本市場の柔軟性が高く、効率的な資源利用が可能な国はない。次々にイノベーションを生み出すダイナミズムを経済構造の中に包含しているという点でも他国の追随を許さない。ユーロが過大評価されている可能性がないとは言えない。つい数年前までは、「寄せ集め」との批判を浴び、「イタリアはユーロからの離脱を余儀なくされるのではないかと真顔で囁かれていた時期もあったのも事実だ。異なる経済構造を持つ国を単一の通貨、政策金利で引っ張ることが本当に可能なのか、最終的な答えは出ていない。

将来的に、円と人民元を中心に東アジア共通通貨圏を実現し、2大通貨の間に割って入るという構想はどうだろうか。残念ながら実現までの道のりはかなり遠そうだ。共通通貨の導入には、労働の移動性、貿易自由化の進展、資本市場の高度なレベルでの開放などの条件が必要とされる。いわゆる「最適通貨圏」という考え方だが、現時点でアジア各国が共通通貨圏に程遠いことは明らかだ。東アジア圏はユーロ圏とは比較にならないほど経済格差があり、労働移動も困難だ。通貨統合後は、為替の変動による各国の不均衡の是正はできなくなり、金融政策の自由度も失うなど、日本にとってもメリットが上回るか疑問だ。東アジア圏が統一通貨に耐えられるほどの経済収斂を実現するためには、たとえ10-20年先のこととしても非現実的であり、20-30年、あるいはそれ以上の時間がかかるだろう。ユーロは50年にも及ぶ統合のプロセスを経て誕生したことを忘れてはならない。(Kodama wrote)

目次

〈フォーカス〉 ドルは基軸通貨の座を明け渡すのか……………1	・ 米国でスタグフレーション懸念再び……………13
・ 経済情勢概況……………2	・ 新興企業向け新市場の創設……………15
・ 年内は住宅投資が景気の下押し要因に……………4	・ 主要経済指標レビュー……………17
・ 福井総裁は改めて上振れリスクを強調……………6	・ 日米欧マーケットの動向……………21
・ 10月30-31日開催の米FOMCについて……………9	

経済情勢概況（※取り消し線は、前回から削除した箇所、下線は追加した箇所）

日本

日本経済は緩やかながらも回復基調をたどっている。

個人消費は、底堅く推移している。賃金は伸び悩んでいるが、雇用者数の増加が続いていることからマクロ全体で見た所得環境は改善しており、個人消費を下支えしている。企業の雇用不足感が高まっていることから今後も雇用の増加傾向が続く可能性が高く、個人消費は緩やかながらも増加基調を持続しよう。住宅投資は、建築基準法の改正で審査基準が厳格化されたことに伴い、着工に遅れが出ていることなどから弱めの推移となっているが、そうした混乱がおさまれば、地価の下げ止まりや団塊ジュニア世代の住宅需要などを背景に緩やかながらも増加基調が続く可能性が高い。

設備投資は、好調な企業業績や期待成長率の上昇を背景に緩やかながらも増加基調が続いている。先行指標とされる機械受注（除船電民需）が伸び悩んでいるが、受注残高が高水準で推移していることなどから設備投資の鈍化は限られたものにとどまると予想する。

公共投資は、政府の歳出削減方針に基づき減少基調が続いている。2007年度予算でも3%超の公共事業費の削減が決まっており、減少基調が続こう。輸出は、米国向けが減少しているものの、EUやアジア向けが堅調に推移していることから増加基調が続く輸出が底を打ちつつあることから、持ち直しの兆しが見え始めている。米国の景気拡大ペースが増すと予想される年度後半は、再度勢いを取り戻す可能性が高い。

生産の増勢は足元で速まりつつある。電子部品・デバイス工業の在庫は依然高止まりしており、引き続き警戒が必要だが、同工業の出荷・在庫バランスが底打ちしつつあるなど、明るい兆しも見られる。米国景気の持ち直しが予想される年度後半には、生産の増産ペースが徐々に速まろう。

国内企業物価は、国際商品市況高に伴って上昇基調が続いている。ただ、川上産業に比べて、川下産業の製品価格の伸びは緩慢であり、物価の上昇圧力は依然鈍いままである。足元のコアCPI上昇率も、前年割れが続いている。今後は景気回復を背景にプラス転換すると予想するが、上昇ペースは緩やかなものにとどまろう。

米国

米国経済は、サブプライム問題の深刻化で住宅市場の回復の遅れが見込まれるほか、金融不安から市場混乱の影響で個人や企業のセンチメントが悪化や低下していることから、2008年前半までは停滞気味に推移しよう。ただ、年半ば以降は再び堅調な成長軌道に戻ってくると予想する。一方で底堅さを示す経済指標も見られる。

住宅投資は、依然高水準な販売在庫を抱え、減速基調が続いている。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るが、回復は2008年後半半ば以降にずれ込もう。ただ、サブプライム問題は住宅市場の回復を遅らせる要因にはなるが、個人消費など経済全体への影響はそれほど大きくないとみている。

個人消費は、金融市場混乱や住宅市場の低迷によるセンチメントの悪化に加え、原油や食品価格の上昇による実質購買力低下の影響も重なって、目先は伸びが弱まると予想される。ただし、雇用・所得環境が良好なこと、住宅価格下落によるからの逆資産効果は限定的と考えられることから、が弱まっているものの、所得の伸びに支えられ、基本的には堅調に推移さを維持しよう。もともと、原油や食品価格の高騰は、消費の圧迫要因となりうる。

設備投資は、先行する資本財受注に持ち直しの動きが見られるなど、大きく落ち込む兆しはない。企業は在庫調整一巡後も、先行き不透明感から慎重姿勢を維持しているが、堅調な世界景気に支えられ増益基調が続くと考えられることため、設備稼働率は依然高水準で、生産能力が不足気味の状態が続いていることから、今後2008年にかけても底堅く推移するとみている。懸案だった製造業の在庫調整もほぼ一巡している。

足元のコアインフレ率は落ち着いているが、金融市場が落ち着きを取り戻せば、FRBはインフレ警戒姿勢を緩めていない強める可能性が高い。金融不安沈静化のための予防的利下げは910月で終了し、2008年後半には逆に計50bpの利上げが行われると予想する。

欧 州

ユーロ圏経済は、企業部門を中心にここまで好調に推移してきたが、その勢いは足元でやや鈍化しつつあるの兆しが見られる。ただし、ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の鈍化、利上げの累積的効果などが重なり、2008年前半にかけてはもたついた推移が予想されるが、金融不安が解消に向かい、米国景気が持ち直すと思われる年後半には堅調な拡大ペースを取り戻そう基調は維持しよう。

個人消費は、金融不安や原油・食品価格の上昇から、ドイツを中心に盛り上がり欠けている。ただ、失業率の改善や好調な企業業績を背景とした雇用環境の改善により、賃上げ要求の動きも高まりつつある。今後は賃金の上昇も期待できることからを背景に、2008年には伸びがやや高まるとみている。

設備投資は、企業の好業績を背景に堅調に推移している。企業マインドが悪化していることから、今後は、ユーロ高や利上げの累積的効果から、の拡大ペースはやや鈍化するものの、中東欧やロシア、アジア、産油国の需要にも支えられて底堅く推移しよう。

ECBは金融市場の動向を見極めるべく、年内は様子見姿勢を続けるが、年明けにはインフレ警戒からあと1回の利上げを実施するとみる。その後、2008年中は政策金利を据え置こう。

年内は住宅投資が景気の下押し要因に

住宅着工戸数の大幅減少続く

9月の新設住宅着工戸数は前年同月比で44.0%減と、3ヶ月連続で大幅マイナスとなった。市場の事前予測である同31.2%減を大きく下回り、遡及可能な1965年以降で最大となる下落幅を記録した。利用関係別にみると、持家が同21.6%減、貸家が同51.3%減、分譲住宅が同55.6%減、給与住宅が同46.0%減と、全ての分類で大きく落ち込んでいる(図表1)。季調済年率換算でも72.0万戸と、1965年以降で最低の水準まで落ち込んでおり(図表2)、足元の住宅着工の低調ぶりを表している。

6/20施行の建築基準法改正が要因

こうした背景には、耐震強度偽装問題の再発防止のため、6月20日に改正建築基準法が施行されたことがある(詳細は、経済ウォッチ2007年10月第2週号参照)。建築確認審査が厳格化されて審査に時間がかかるようになったことに加え、事前の周知徹底不足がたり、確認・審査の現場では混乱が発生、着工許可に遅延が生じている。今回の法改正では、一定規模以上の建築案件に関して二重チェックが義務付けられたため、これまで住宅市場を牽引してきた貸家や分譲住宅(マンション)の着工が特に大きな影響を受けている。冬柴国交相は、9月に入って混乱が落ち着いてきたと述べていたが、9月の貸家や分譲住宅は、8月からマイナス幅が一段と拡大しており、いまだ混乱収束の目処は立っていないようだ。

こうした事態を受け、国交省は運用マニュアルを作成したり、相談窓口を設置したり、各都道府県レベルで説明会を開催したりするなどして新法の周知徹底に努めている。加えて、10月30日には「改正建築基準法の円滑な施行に向けた取組みについて」を発表し、審査基準を一部緩和する方針を示している。

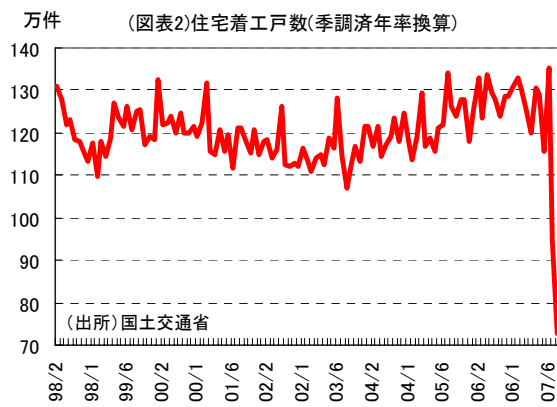
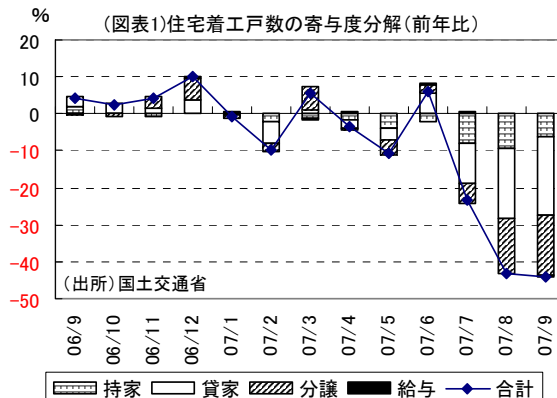
住宅投資の持ち直しは年明け以降に

気がかりなのは、今回の法改正によって、どの程度実質GDP成長率が押し下げられるのかという点だ。着工戸数を四半期ベースで見ると、7-9月期は前期比36.9%減の大幅マイナスとなっている。工事費予定額(居住用)も同33.5%減と大幅に減少したが、GDPベースの住宅投資は平均工期で進捗換算されることから、今回の大幅減少の影響は少なくとも10-12月期まで続く可能性が高い。

それでは、10-12月期以降についてはどうだろうか。ここでは、今後の工事費予定額(居住専用・居住産業併用)の推移に応じて、住宅投資が実質GDP成長率にどの程度影響を与えるか、以下の3通りのパターンに分けてシミュレーションを行ってみた。

・シミュレーション①

工事費予定額が、2008年3月末に混乱前の水準(2007年1-5月平均)まで回復、その後は足元の着工急減の反動が顕在化することなく、過去5年間の着工戸数のトレンド(図表3)に沿って推移



・シミュレーション②

工事費予定額が、2008年3月末に混乱前の水準まで回復、その後、今回落ち込んだ着工分の全てが半年にわたって反動増として顕在化

・シミュレーション③

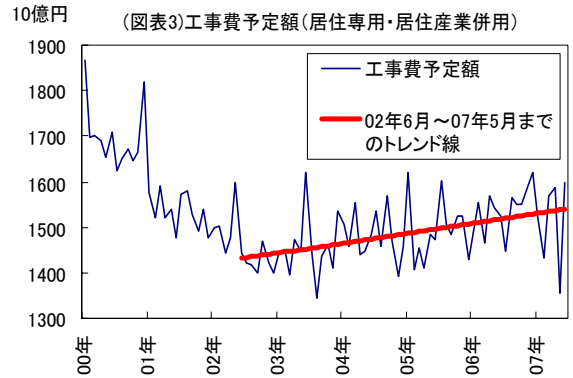
工事費予定額が、2008年央によやく混乱前の水準まで回復、その後、今回落ち込んだ着工分の全てが2008年度末にわたって反動増として顕在化

先述のとおり、国交省は各種の対応措置を実施し事態の收拾に努めているが、説明会の開催については地道な作業になると考えられるほか、審査基準の一部緩和策に関しては、実行に移されるのが早くて11月中旬とのことであり、いずれも即効性に欠ける。加えて、実務段階では、新法に対応した大臣認定プログラムの開発が遅れているほか、確認・審査の場で人材が不足しているという話もあり、着工戸数が元の水準まで戻るには、少なくとも年明けまで時間を要しそうだ。このため、上記シミュレーション①、②では、着工戸数の持ち直しの時期を2008年3月末とした。シミュレーション③では、混乱収束までもう少し時間がかかる場合を想定して、持ち直し時期を2008年央としている。また、シミュレーション①では、②、③と異なり着工戸数の反動増を想定しておらず、今回の混乱で着工計画の一部が流れるシナリオをイメージしている。一方、シミュレーション②は、③と比べると、混乱が短期で収束することを前提としているため、その後の反動が③より一気に顕在化するシナリオとなっている。

結果は、いずれのシミュレーションでも、年内は住宅投資が実質GDP成長率を下押しするものの、年明け以降は一転して押し上げ要因に変わることを示す結果となった(図表4)。また、反動増を見込まないシミュレーション①の場合でも、年明け以降、住宅投資は増加。2008年度は、住宅投資が景気の押し上げ材料として寄与しそうだ。

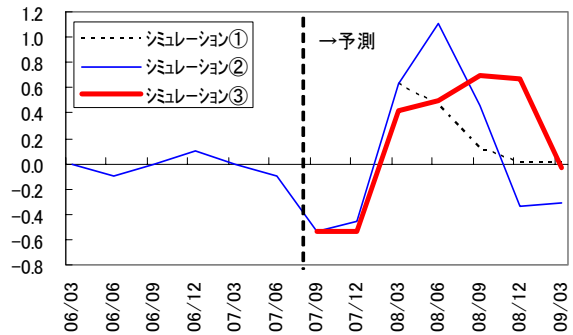
住宅着工戸数の反動増は小幅にとどまると予想

住宅着工が急減したのは法改正に伴う一時的な側面が強いことから、混乱さえ一巡すれば、シミュレーション③のように、着工の減少分全てが反動で増加するとの見方がある。しかし、昨年まで住宅市場の牽引役となってきた分譲住宅(特にマンション)の着工が、在庫の増加などを背景にもともと増勢が弱まっていたことも事実だ(図表5)。また、昨今の地価の下げ止まりなどから貸家の採算性も低下傾向にあった。今後、混乱が収束するにつれて着工戸数は持ち直しへ向かうと予想するが、反動増は小幅にとどまる可能性が高いと考える。(担当：大広)

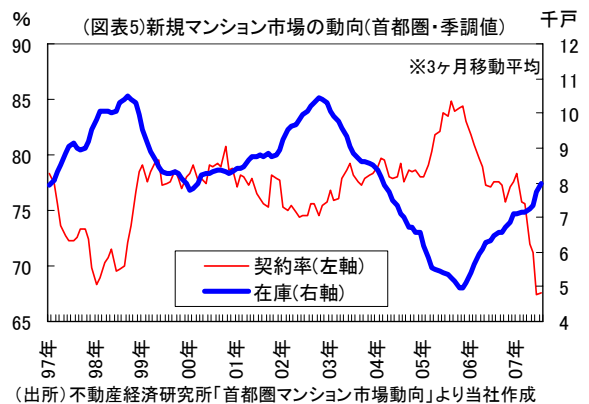


(出所)国土交通省資料より当社作成

前期比(%) (図表4)実質住宅投資の予測(GDPに対する寄与度)



(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

福井総裁は改めて上振れリスクを強調

展望レポートのシナリオ修正はなし

10月31日に行われた日銀金融政策決定会合では、金融政策の現状維持が決定された。票決は8対1である。反対の一票が水野委員であったことを含め、事前の市場予想通りといえる。注目されていた半期に一度の日銀展望レポート（日銀が金融政策の透明性向上を図る目的で毎年4月と10月に公表している景気や物価動向の見通し）では、先行きの経済・物価見通しは修正されず、引き続き緩やかな回復を続けるとのシナリオが維持された。米国の住宅問題や金融市場混乱の影響は、メインシナリオに対する下振れ要因として扱われるにとどまった。全体的には金利正常化に向けた日銀の強い意欲を感じさせる内容だったと受け止めている。

経済・物価見通しについて

まず、実質成長率の予測値については、2007年度が、4月時点の2.1%から1.8%へと下方修正された。2008年度は2.1%で変わらず。建築基準法改正の影響については、「住宅投資の振れが、2007年度の成長率を幾分下押しする一方、2008年度の成長率を幾分押し上げる」としているが、この程度の成長率の修正なら、足元までの実績を反映した平行移動で説明できる範囲といえ、さほど大きな下押し圧力は見込んでいないようだ。2008年度までの見通しについては、「海外経済や国際金融資本市場の動向など不確実な要因はある」と下方リスクに言及したものの、引き続き「生産・所得・支出の好循環メカニズムが維持されるもとの、息の長い拡大を続ける」と、メインシナリオが変わっていないことを示した。「成長率の水準は、均してみると、潜在成長率を幾分上回る2%程度で推移する」としているが、これは金融政策のバイアスが依然利上げ方向にかかっていることを表している。

見通しの前提については、①海外経済の拡大、②企業部門の好調、③企業部門から家計部門への波及、④極めて緩和的な金融環境の4点が挙げられており、この点も前回と変わらない。

細かな変更点を挙げると、①について前は、「海外経済は全体的に拡大に向かう」とされていたが、今回は「米国経済の調整は長引くが、他の地域が高成長を続ける」と、米国の見通しのみ下方修正している。③については、雇用者所得の増加要因として、今回は賃金の上昇よりもむしろ雇用者数の増加を強調しているのがポイントだ。ただ、「賃金水準の高い団塊世代の退職やパート比率上昇に伴う人員構成変化」を伸び悩みの理由として付け加えるなど、実態としては一人当たりの賃金は低下していない可能性にも言及している。賃金の先行きについてはあくまで強気で、「労働市場の需給がさらに引き締まっていけば、徐々に上昇圧力が高まっていくと考えられる」との見通しだ。④については、「米国サブプライム住宅ローン問題やこれに端を発する国際金融資本市場の変動がわが国の金融環境に及ぼす影響は限定的」とはっきり言い切っている点が注目される。

CPI上昇率の予想値(中央値)は、2007年度が0.1%から0.0%へ、2008年度が0.5%から0.4%へとそれぞれ下方修正された。2007年度のCPI見通しは前回4月時点で既に大きく下方修正されていたが、今回も小幅下方修正を余儀なくされた形。ただ、2008年に向け、着実に上昇率が上がって行くという見通しはこれまでと変わっていない。

上振れ・下振れ要因について

経済・物価見通しの上振れ・下振れ要因について、前回4月の展望レポートでは、①海外経済の動向、②IT関連材の在庫調整のリスク、③緩和的な金融環境が続くもとの、金融・経済活動の振幅が拡大する可能性、の3点が指摘されていたが、今回は、「IT関連材の在庫調整のリスク」が独立したリスク

項目から外された。足元の在庫調整の進展を反映した形であり、「在庫は出荷とのバランスを徐々に改善」と見方を上方修正している。①については、「(米国の)住宅市場の調整が一段と厳しいものとなった場合や、金融資本市場の変動の影響が予想以上に広範なものとなった場合、資産効果や信用収縮、マインド悪化などを通じて、個人消費、設備投資が下振れ、米国景気が一段と減速する可能性も考えられる」と、米国経済の下振れリスクをより強調した書きぶりとなった。その一方、「インフレ圧力が減衰しない可能性」と、上振れ方向のリスクも排除していない。

金融政策運営について

昨年4月の展望レポートから、先行きの金融政策を考えるにあたっては、①先行き1-2年の経済・物価見通しのメインナリオが持続的な成長の経路にあるか(第1の柱)、②より長期的な視点で、バブルやデフレ・スパイラルなど、発生確率が低くてももし起こればコストが高い要因はないか(第2の柱)、という2本柱で点検する形に変更されている。

まず、第1の柱については、「『中長期的な物価安定の理解』に沿った形で物価安定のもとでの持続的な成長を実現していく可能性が高い」という、これまでと同じ見解が示された。

第2の柱について、「仮に低金利が経済・物価情勢と離れて長く継続するという期待が定着するような場合には、企業や金融機関などの行き過ぎた活動を通じて、中長期的にみて、経済・物価の振幅が大きくなったり、非効率な資源配分につながるリスクがある」と、上振れ方向のリスクを強調した書き方になっているのは前回と同じである。今回はさらに、「今般の国際金融資本市場の変動は、長期にわたり良好な世界経済や金融環境が続いてきたもとで、市場参加者のリスク評価に緩みが生じ、その後、市場の自律的機能による巻き戻しが現実化した一例とみることができる」という一文が加えられた。日銀がこれまで第2の柱で示してきた懸念が正しかったことをアピールするとともに、自らの金利正常化路線を暗に正当化している文と受け止められる。

福井総裁会見について

展望レポート発表後の昨日の福井総裁の記者会見からは、福井総裁が、サブプライム問題から来る目先の下振れリスクよりも、「第2の柱」の観点からの上振れリスクをより警戒していることが改めて確認できた。

上振れリスクと下振れリスクのバランスについて問われた福井総裁は、「短期的にはダウンサイドリスクの方が強いと言えなくもない」とあっさり認めたものの、「低金利をあまりにも長く続けることのリスクや、資源配分が歪み、結果として経済に大きな振幅をもたらすというリスクを、手前のダウンサイドリスクが大きいからといって相対的にこれらを希薄化してみるわけにはいかない」と、長期的な上振れリスクにより目を向けるべきとの見方を強調している。

同趣旨の発言を会見の中で何度も繰り返しているのも特徴的である。「足許や直近の未来におけるダウンサイドリスクをオーバーにカウントしすぎると政策は誤る、長い目で見たアップサイドリスクは結構大きい」、「今回のサブプライムローン問題を引き金として起こった世界の様々なことをみても、この問題を決して軽視できないということは非常に明確ではないか」、「緩和を長く続けると先行き大きなリスクが出るということは、今回世界的にも証明され、日本の場合にもいくらか証明された」という具合である。最後の発言は、米国の場合は住宅バブル、日本の場合は円キャリートレードを念頭に置いたものと考えられる。

福井総裁は、日銀が長い間超低金利環境を続けてきたことも、リスク認識が歪む一因になったと考えている。今回のサブプライムローン問題を受け、福井総裁の利上げへの意欲は衰えるどころか、改めて

自らの「金利正常化路線」への自信を深めていると見て良いのではないか。

次回の利上げ時期を予想するにあたっては、やはり米国景気の動向が大きなポイントとなろう。福井総裁は、米国の金融政策との連動性を再三否定している。両国の金融政策が単純に連動するわけではないのは当然だが、米国が追加利下げに含みをもたせる中での利上げというのはやはり考えにくい。米国が利下げをするということは、経済・金融環境が利下げを必要とする環境下にあるということで、日本と米国の経済、金融市場の結びつきを考えれば、日銀にとってもやはり利上げに適した環境ではない可能性が高いからだ。

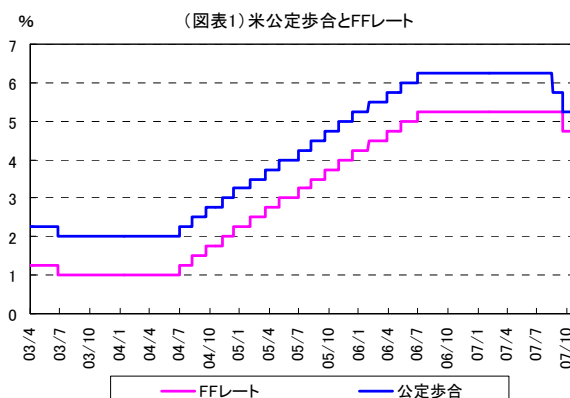
ただ、米国の住宅市場の調整は昨年から本格化しているにもかかわらず、いまだに個人消費に影響らしい影響が現れていない点には注目する必要があるだろう。資金循環統計上の家計の保有不動産の時価総額の増加基調に変化がないことなどからも、全米ベースでの「逆資産効果」の影響は限定的とみてよいのではないか。今後景気減速自体は避けられないにしても、2008年前半の米国の実質GDP成長率は均せば2%台の水準は確保できるのではないかと見ている。米国景気の底堅さを確認する過程で、株価も反発に向かうだろう。

10月30-31日に実施されたFOMCでは25bpの利下げが実施されたが、これは金融市場に根強く残る先行き不透明感への対応という意味合いが大きい。FOMC後の声明文において、利下げ打ち止めともとられる表現が入ったのも日銀にとって朗報だろう。

次回の利上げは、年明けにずれ込む可能性が高まっているが、少なくとも年度内には行われるとみている。金融市場さえ落ち着けば早めに利上げをしたいという福井総裁の前のめりの姿勢は軽視すべきではないだろう。（担当：小玉）

10月30-31日開催の米FOMCについて

10月30-31日に開催されたFOMC（米連邦公開市場委員会）では、FFレートの誘導目標を4.50%とすることが決定された（図表1）。利下げ幅は、市場で9割方織り込まれていた通り25bpとなり、累計の利下げ幅は9月の50bpと合わせて計75bpとなった。前回同様、公定歩合も同時に25bp引き下げられ、年5.00%となった。8月17日に急遽公定歩合のみを50bp引き下げて以降、FFレートとの差は50bpで維持されている。会合後の声明文では、「インフレの上振れリスクと成長の下振れリスクがおおむね均衡する」とされ、利上



(出所)ファクトセット

げと利下げのどちらにでも動ける政策の裁量余地を確保するとともに、市場に過度な追加利下げを織り込ませないような形となっている。前回からの主な変更点は以下の通り。

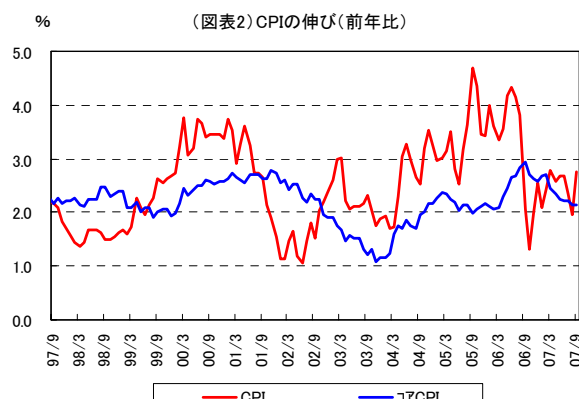
金融不安はいくらか緩和されたという認識で、今回も予防的な利下げ

まず景気に関する部分では、冒頭の「経済成長は今年前半の間緩やかだった」という前回の記述が、今回は「第3四半期の経済成長は堅調」へと変更された。これは、同日に発表された7-9月期のGDP成長率が、前期比年率3.9%と堅調だったことと整合的である。また、その後に続く金融市場についての見方の部分は、前回の「信用状況のタイト化は、住宅市場の調整を強め経済成長をより全般的に抑制する可能性がある」という記述から、今回は「金融市場における緊張は総じていくらか緩和された」へと上方修正された。ただ、「しかしながら、景気拡大のペースは、住宅市場の調整の強まりを部分的に反映して、短期的には減速する可能性が高い」と、目先の成長率は鈍化することを見込んでいる。

今回の25bpの利下げについては、「9月にとった政策措置と合わせ、そうしなければ金融市場の混乱から生じたかもしれない広範な経済への悪影響のいくらかを未然に防ぐことを支援」と、ここまでは前回と同じ文章となった。現時点では景気減速が明確にはなっていないなくても、生じるかもしれない影響に対する予防的な意味合いが強いことを示している。ただしその後に続く文の最後の言葉が、前回の「長期にわたる緩やかな成長を促進するためである」から「促進するはずである」へと、確信的な表現に変わっており、ここから今回をもって予防的な利下げは終了というニュアンスが読み取れる。

インフレ警戒姿勢をやや強める

インフレに関しては引き続き、「コアインフレの指標は今年、緩やかに改善してきた」としながらも、「エネルギーと商品価格の上昇がインフレの上昇圧力を再燃させるかもしれない」という文章が新たに追加され、インフレ警戒姿勢をやや強める内容となっている。コアインフレは落ち着いているものの（図表2）、その主因は、市場取引の無い帰属家賃の鈍化である。エネルギーなどの商品価格や食品価格の上昇が、いずれコアに波及してくる可能性は捨てきれず、賃金の高めの伸びも物価上昇につながるリスクがある。金融不安さ



(出所)ファクトセット

え沈静化すれば、FRB は再びインフレ警戒姿勢を強めることが予想される。

政策スタンスは中立、会合では利下げと据え置きの間で議論がなされた模様

先行きの政策スタンスについては、前回あった「金融市場の動向による経済見通しの不確実性」という表現をなくし、「インフレの上振れリスクと成長の下振れリスクがおおむね均衡すると判断している」との認識が示された。「物価安定と持続的な経済成長を促進するため必要に応じて行動する」という部分は前回から変わらなかった。FRB としては政策スタンスが中立であることを示し、利上げと利下げのどちらにでも動ける裁量余地を確保するとともに、市場にこれ以上の追加利下げを安易に織り込ませないよう表現を工夫した形である。

今回の政策決定に際し、カンザスシティ連銀のホーニグ総裁がFF レートの据え置きを主張して反対票を投じた。また、公定歩合の25bp 引き下げを要請したのは、12 地区連銀中半分の6 行にとどまった。2 日間の会合において、25bp の利下げと据え置きの間で活発な議論が行われたと考えられる。

利下げは今回で終了し 2008 年は利上げへ

結果的に、25bp の利下げをほぼ織り込んでいた市場の期待に応える形となったが、一方でインフレ警戒姿勢が示されたことで、FOMC 直後の市場の反応は、株価は一旦下落した後に上昇、長期金利は大きく上昇した。仮に今回も50bp の利下げが行われていたら、市場ではFRB が再び大幅利下げに踏み切るほど事態を深刻に捉えていると、ネガティブに解釈されただろう。FF レート先物市場では、FOMC 前日までの過度な追加利下げ観測は一旦後退した。ただし、その後の金融機関の相次ぐ損失拡大の発表を受け、再び追加利下げという見方が増えてきている。

当G としては、サブプライム問題の実体経済への影響は大きくないとみているため、予防的な利下げは9 月の50bp 限りで、今回はどちらかといえば据え置きになると予想していた。今後の金融政策に関しては、利下げは今回で終了し、2008 年後半には逆に計50bp の利上げが行われると予想する。(担当：高橋)

2007/10/30-31 FOMC 声明文 (筆者訳、下線部は前回からの変更箇所)

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 25 basis points to 4-1/2 percent.

Economic growth was solid in the third quarter, and strains in financial markets have eased somewhat on balance. However, the pace of economic expansion will likely slow in the near term, partly reflecting the intensification of the housing correction. Today's action, combined with the policy action taken in September, should help forestall some of the adverse effects on the broader economy that might otherwise arise from the disruptions in financial markets and promote moderate growth over time.

Readings on core inflation have improved modestly this year, but recent increases in energy and commodity prices, among other factors, may put renewed upward pressure on inflation. In this context, the Committee judges that some inflation risks remain, and it will continue to monitor inflation developments carefully.

The Committee judges that, after this action, the upside risks to inflation roughly balance the downside risks to growth. The Committee will continue to assess the effects of financial

and other developments on economic prospects and will act as needed to foster price stability and sustainable economic growth.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Charles L. Evans; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; William Poole; Eric S. Rosengren; and Kevin M. Warsh. Voting against was Thomas M. Hoenig, who preferred no change in the federal funds rate at this meeting.

In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 25-basis-point decrease in the discount rate to 5 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of New York, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, and San Francisco.

FOMCは本日、FF レートの誘導目標を 25bp 引き下げ、4.50%とすることを決定した。

第3四半期の経済成長は堅調で、金融市場における緊張は総じていくらか緩和された。しかしながら、景気拡大のペースは、住宅市場の調整の強まりを部分的に反映して、短期的には減速する可能性が高い。本日の措置は、9月にとった政策措置と合わせ、そうしなければ金融市場の混乱から生じたかもしれない広範な経済への悪影響のいくらかを未然に防ぐことを支援し、長期にわたる緩やかな成長を促進するはずである。

コアインフレの指標は今年、緩やかに改善してきた。しかしながら最近みられるエネルギーと商品価格の上昇は、他の要因の中で、インフレの上昇圧力を再燃させるかもしれない。こうした状況下、委員会はある程度のインフレリスクが残っていると判断し、インフレ動向を引き続き注意深く監視していく。

委員会は、今回の措置を講じた後、インフレの上振れリスクと成長の下振れリスクがおおむね均衡すると判断している。委員会は、金融および他の動向が経済見通しに及ぼす影響を引き続き評価し、物価安定と持続的な経済成長を促進するため必要に応じて行動する。

このFOMCの金融政策に賛成票を投じたのは、バーナンキ議長、ガイトナー副議長、エバンス総裁、コーン理事、クロズナー理事、ミシュキン理事、プール総裁、ローゼングレン総裁、ウォーシュ理事。反対票を投じたのはホーニグ総裁で、彼は当会合でFF レートの据え置きを主張した。

関連する措置として、理事会は全会一致で公定歩合を25bp引き下げ5.00%とすることを承認した。この措置を取るにあたり、ニューヨーク、リッチモンド、アトランタ、シカゴ、セントルイス、サンフランシスコの各地区連銀によって提出された要請を承認した。

2007/9/18 FOMC 声明文

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target for the federal funds rate 50 basis points to 4-3/4 percent.

Economic growth was moderate during the first half of the year, but the tightening of credit conditions has the potential to intensify the housing correction and to restrain economic growth more generally. Today's action is intended to help forestall some of the adverse effects on the broader economy that might otherwise arise from the disruptions in financial markets and to promote moderate growth over time.

Readings on core inflation have improved modestly this year. However, the Committee judges that some inflation risks remain, and it will continue to monitor inflation developments carefully.

Developments in financial markets since the Committee's last regular meeting have increased the uncertainty surrounding the economic outlook. The Committee will continue to assess the effects of these and other developments on economic prospects and will act as needed to foster price stability and sustainable economic growth.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; Timothy F. Geithner, Vice Chairman; Charles L. Evans; Thomas M. Hoenig; Donald L. Kohn; Randall S. Kroszner; Frederic S. Mishkin; William Poole; Eric Rosengren; and Kevin M. Warsh.

In a related action, the Board of Governors unanimously approved a 50-basis-point decrease in the discount rate to 5-1/4 percent. In taking this action, the Board approved the requests submitted by the Boards of Directors of the Federal Reserve Banks of Boston, New York, Cleveland, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, and San Francisco.

FOMCは本日、FF レートの誘導目標を 50bp 引き下げ、4.75% とすることを決定した。

経済成長は今年前半の間緩やかだったが、信用状況のタイト化は、住宅市場の調整を強め経済成長をより全般的に抑制する可能性がある。 本日の措置は、そうしなければ金融市場の混乱から生じたかもしれない広範な経済への悪影響のいくらかを未然に防ぐことを支援し、長期にわたる緩やかな成長を促進するためである。

コアインフレの指標は今年、緩やかに改善してきた。しかしながら、委員会はある程度のインフレリスクが残っていると判断し、インフレ動向を引き続き注意深く監視していく。

前回の定例委員会以降の金融市場の動向により、経済見通しをめぐる不確実性が増した。 委員会は、これらおよび他の動向が経済見通しに及ぼす影響を引き続き評価し、物価安定と持続的な経済成長を促進するため必要に応じて行動する。

この FOMC の金融政策に賛成票を投じたのは、バーナンキ議長、ガイトナー副議長、ホーニグ総裁、コーン理事、クロズナー理事、ミシュキン理事、エバンス総裁、プール総裁、ローゼングレン総裁、ウォーシュ理事。

関連する措置として、理事会は全会一致で公定歩合を 50bp 引き下げ 5.25% とすることを承認した。この措置を取るにあたり、ボストン、ニューヨーク、クリーブランド、セントルイス、ミネアポリス、カンザスシティ、サンフランシスコの各地区連銀によって提出された要請を承認した。

米国でスタグフレーション懸念再び

スタグフレーション懸念が再度浮上

足元の米国経済は、サブプライム問題の深刻化により景気減速が有力視されているが、一方でインフレ懸念も残っている。こうした状況を受け、市場ではスタグフレーションの可能性を不安視する声も増えてきているようだ。

バーナンキ議長は8日の議会証言において、「成長予想に下振れリスクがある」とする一方で、「インフレ率上昇へ重要なリスクがある」ともコメント、「1970年代の(スタグフレーションの)ムードに近づいているようにはみられない」としたものの、両方のリスクに目を配った政策運営を進めていく姿勢を明らかにした。

スタグフレーションは、原油価格の急上昇などの要因により、既存の生産システムが機能不全に陥り(供給ショック)、生産量の低下とインフレ率の加速が同時に起きる現象である(図表における供給曲線の左シフト)。ここでインフレを抑えようと金利を上げれば、不況や失業は悪化する。不況に対処しようとして金利を下げればインフレが加速してしまうというやっかいなものだ。

スタグフレーションが起きる環境はかなり限定的

ただ、余程のことがない限り、インフレと景気失速は両方同時に起きる性質のものではなく、基本的にはどちらか一方が起きる。1970年代のスタグフレーションの直接の引き金となったのは石油ショックだが、それだけではない。当時はまだケインズ政策の全盛下で、長年にわたる拡張的な金融・財政政策の影響で、人々の間にインフレ期待がかなりビルトインされた状況

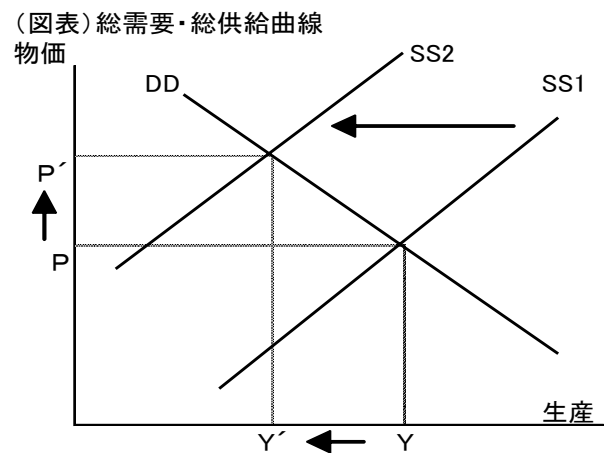
にあった。フリードマンが、期待インフレが自己実現的に実際のインフレ率に反映される結果、フィリップス曲線が消滅する可能性を示したのは1968年である。こうした状況下で、OPEC諸国が原油価格を一気に4倍に引き上げたというショックがスタグフレーションへの決定打となった。

原油価格がじわじわと上昇する限りにおいては、生産システムが機能不全に陥る前に、企業はある程度対処することができる。昨今の原油価格の高騰にしても、たとえば40ドルから90ドルにいきなりジャンプアップしていたら、とうにスタグフレーションに陥っていただろう。

つまりスタグフレーションは、①インフレ期待がかなり高まった状態で、②強力な供給ショックが加わると言う2段階を踏まない限り容易に起きるものではないということだ。米国におけるスタグフレーション懸念は、2005年の春、2006年の春と、このところ毎年1度必ず浮上しているテーマだが、今回も現実のものになる可能性は低いとみている。

真のリスクはインフレの可能性

それでは、現時点でインフレ加速、景気失速のどちらのリスクが大きいのだろうか。コンセンサス的には、10-12月以降成長率が鈍化し、マイナスの需給ギャップが拡大に向かうとともに、インフレ懸念は徐々に後退に向かうというものだろう。ただ、疑ってみる必要がある。問題は、米国の潜在成長率が2%台後半まで低下している可能性が有力であることだ。これで、成長率の減速が2%台前半程度にとどまるようであれば、マイナスの需給ギャップはさほど大きく拡大しない。現時点で、米国の雇用は



好調に伸びており、経済成長率も2四半期連続で4%近くに達するなど、実体経済は堅調だ、個人消費への住宅価格下落による「逆資産効果」が顕在化する兆しもない。製造業の活動は在庫循環の見地からは追い風を受けている。

家計の身の回りに目を転じると、暖房費が1割程度増加、ガソリンが1ガロン3ドル台に上昇してきているほか、食料品価格も上昇するなど、インフレ期待が上昇しやすい状況になっているのも確かである。需要の減速が限定的ならば、より広範な価格転嫁が進む可能性はある。足元では、株価下落が企業や家計のセンチメントの悪化に繋がっており、株価が景気の足を引っ張る可能性も出てきているが、もし、サブプライム問題への市場の懸念が行き過ぎだったことが明らかになって、株価が反発に向かった場合、インフレ懸念が急速に台頭してくる可能性はある。FEDの次の一手は利上げである可能性は低くない。（担当：小玉）

新興企業向け新市場の創設

取引参加者はプロ限定

先月 30 日、東京証券取引所はロンドン証券取引所と新興企業向けの新たな市場を共同で創設することで合意した。新市場では新興企業の株式などの金融商品を取り扱う予定だが、取引参加者は、機関投資家などリスクテイク能力のあるプロに限られる。現在も東京証券取引所は、上場規準が緩い中小企業向け市場であるマザーズを運営しているが、新市場はさらに上場規準を緩める方針だ。これによって、既存市場の求める成長段階に達していない、今まで資本を十分に調達することができなかった新興企業に新たな資金調達の機会が提供されることになる。

イギリスの AIM を参考

東京証券取引所が、新市場の創設にあたって、ロンドン証券取引所と協力するに至った背景には、新興企業向けでは世界トップの地位を築いている AIM (Alternative Investment Market、代替投資市場) から、ノウハウを吸収する狙いがある。AIM はロンドン証券取引所が 1995 年に開設した中小・新興企業向け市場である。伝統ある同族企業からベンチャー企業まで幅広い業種を対象とし、設立年、時価総額、利益額、純資産、総資産、浮動株比率等の数値規準がなく、上場規準はないも同然である。また、バーミンガムなどの地方都市に事務所を設置し、地方企業にも情報提供やアドバイスを行なうなど、上場しやすい環境を整えている。経営陣の責任強化などを定めたサーベインズ・オックスレー法 (米国企業改革法、2002 年成立) により米国市場の魅力が薄れたことも追い風となり、国内はもとより、新興国からも資金を求めて AIM に上場する企業が絶えない。

AIM の上場規準はないに等しいが、指定アドバイザー役が上場審査から上場後の監督、株式売買、情報開示などの面倒をみなければならない。指定アドバイザーは 86 社あるが、大半は中堅以下の投資会社や証券会社で、報酬として年間約 5 万ポンド (約 1300 万円) を受け取る。企業への指導と規制、株式の流通という相反する役割を担うだけに高い規範意識が求められる。これに対し、日本の主幹事証券には上場後の企業の監督責任がなく、責任が希薄になっていると指摘されている。

ただ、近時、AIM の問題点も目立ち始めている。AIM では石油など資源関連株が時価総額の 5 割を占めるが、事業計画だけで上場できるため、資金を集めても油田の発掘に失敗するなどのトラブルが多発している。また、インサイダー取引や指定アドバイザーによる事実と異なる情報提供などの不祥事も相次いでいる。新規上場数も上場廃止数も世界一であることから、「まるでカジノ」と SEC 委員が批判したこともあった。

国際競争力強化への期待

AIM における取引の約 6 割が機関投資家によるものだが、日本の新興市場における取引は、個人投資家を中心である。日本では、機関投資家が新興市場で積極的にリスクを取る傾向にない。したがって、新市場が成功するためには、上場規準を緩める一方で、AIM に関する問題点なども考慮し、機関投資家が信頼して参加できる仕組みが不可欠だ。

今年に入って、NYSE とユーロネクストが合併し、ロンドン証券取引所とイタリア取引所が合併の合意をするなど、規模の拡大により各国の証券取引所は国際競争力強化を図っている。残念ながら、現時点では、東京証券取引所は新興企業の上場数などで、他の取引所に遅れをとっている (図表 1)。これから創設される新市場が、投資家にとっての安全性と、新興企業にとっての柔軟性という双方がバランスのとれたものとなれば、東京証券取引所の国際競争力は高まろう。(担当：心光)

(図表1)主要株式市場の国際比較(2007年3月末)

(社、億円)

	新規上場 企業数	上場企業数	時価総額	売買代金
東京証券取引所	14	2,201	5,552,976	1,921,527
ニューヨーク証券取引所	46	2,249	18,259,673	7,479,010
ドイツ取引所	5	844	2,075,604	2,128,016
ユーロネクスト	9	1,199	4,588,326	1,244,166
ロンドン証券取引所	10	1,135	4,544,955	1,193,518
香港証券取引所	13	983	2,030,711	383,410
ジャスダック	19	976	155,978	38,552
マザーズ	6	187	36,075	41,507
ヘラクレス	12	164	22,871	17,967
ナスダック(株)	73	3,181	4,612,094	3,916,521
AIM(英)	54	1,637	235,584	45,008
テックマーク(英)	0	130	685,226	320,263
GEM(香港)	0	197	16,426	2,880
KOSDAQ(韓国)	10	973	89,789	135,851

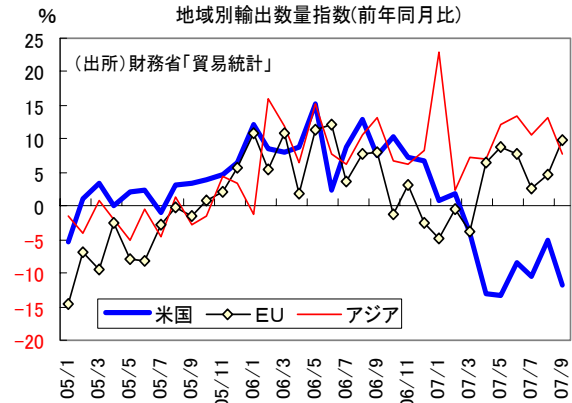
- (注) 1. 新規上場企業数と売買代金は1月-3月の累計、上場企業数と時価総額は3月末。
 2. 時価総額、売買代金は、3月末の為替レートで円換算。
 3. 東証は、1・2部合計。ドイツ取引所は自由市場(Freiverkehr)を除く。
 ロンドン証券取引所は国内のみ。
 4. ニューヨーク証券取引所については、ETF等を除く数字。WFEによる統計。
 (出所)野村資本市場研究所

主要経済指標レビュー (10/22~11/9)

《日本》

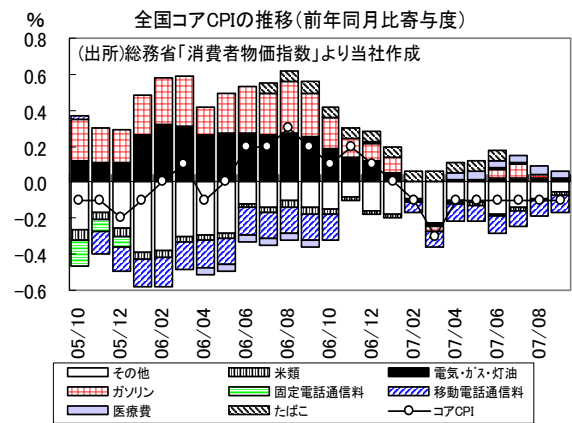
〇9月貿易統計速報 (10月24日)

9月の貿易統計では、輸出の前年比が5ヶ月ぶりに1桁台へ鈍化したものの、輸入が2004年2月以来の前年割れとなったため、貿易黒字額は前年から大幅に拡大した。輸出を地域別に見ると、EU向けやアジア向けは依然として増加基調が続いているが、米国向けが同9.2%減と5ヶ月ぶりに前年割れに転じた。米国向けは、数量ベースでも同11.8%減と、8月の同5.2%減からマイナス幅が拡大しており、輸出の足を引っ張っている。このところ、輸出数量の動きに先行する傾向のあるOECD景気先行指数が伸び悩んでおり、目先は輸出の増勢が再び足踏みする可能性が高そうだ。サブプライム問題に伴う米国景気への影響もいまだ不透明。今のところ実体景気への影響は軽微と見ているものの、予断を許さない状況が続く。



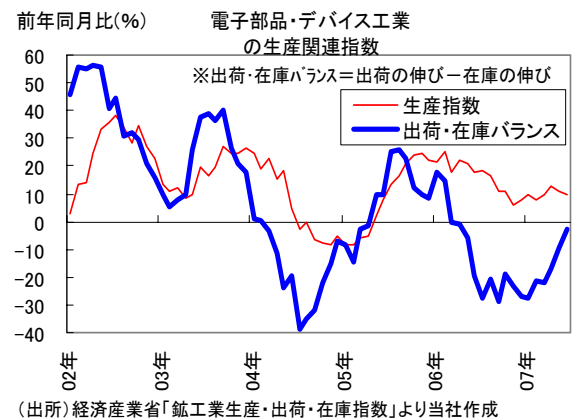
〇9月消費者物価指数 (10月26日)

9月のコアCPI上昇率は、市場の事前予測どおり前年同月比▲0.1%となった。4月以降、6ヶ月連続で同▲0.1%となっている。10大品目別に価格の伸びをみると、前月から大きく変化した品目は見られない。引き続き、薄型TVやパソコン、携帯電話通信料等が押し下げ材料となっている。一方でエネルギー価格の上昇は引き続き押し上げ材料だ。足元で原油価格の高騰が続いていることから、来月に発表される10月のコアCPI上昇率がプラス転換する可能性が高まった。ただ、消費者物価の基調を表す、エネルギー価格など振れの激しい項目や、たばこなど一時的な要因で変動しやすい項目を除いた「その他」部分はいまだに上昇の兆しが見えず、消費者物価の基調は依然として弱いままである。なお、携帯電話料金の新体系については、CPIの計算に取り込まれないこととなった。



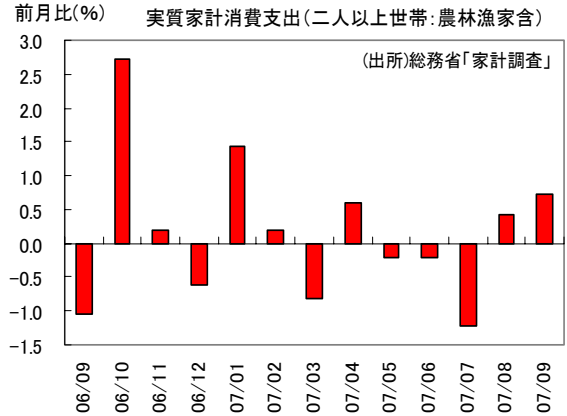
〇9月鉱工業生産指数速報 (10月26日)

9月の鉱工業生産指数は前月比1.4%減と2ヶ月ぶりのマイナスとなった。しかしながら、7-9月期の累計では前期比2.2%増と、昨年10-12月期以来の高い伸びとなり、夏場の生産が回復基調にあったことを裏付ける結果となった。製造工業予測調査を見ると、10月の生産予測も3.8%増と堅調な結果が示されている。9月に生産増となった業種の中では、電子部品・デバイス工業が前期比2.1%増と、4ヶ月連続のプラスとなったのが目立つ。同業種の出荷・在庫バランスはプラス圏目前まで改善しており、在庫調整の一巡が明確になりつつあるのは心強い材料だ。ただ、今後の懸念材料はやはり米国経済である。特に9月の対米輸出の急減速が気になる。日本経済はいまだ外需主導を脱しておらず、生産が明確な上昇基調に戻るには、米国経済の持ち直しが必要だ。生産の本格回復は年明け以降にずれ込む可能性が大きい。



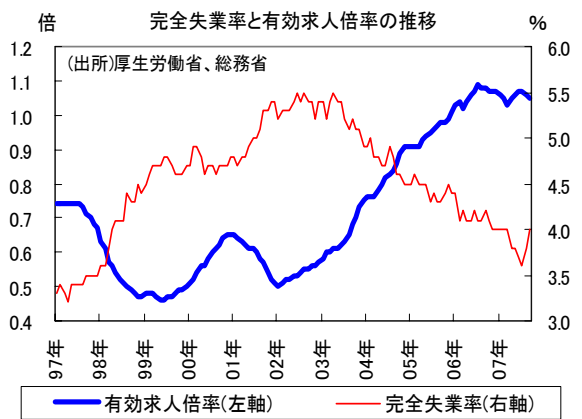
○9月家計調査 (10月30日)

9月の家計調査では、2人以上世帯の実質消費支出が前年同月比3.2%増と大幅に増加した。前年9月が大きく落ち込んでいたことから反動で数値が大きくなった面があるほか、記録的な猛暑も押し上げ要因となったようだ。変動の激しい交通・通信が、自動車等関係費の増加などを背景に最大の押し上げ項目となっており、家計調査特有の振れによって実勢よりも高めの結果となった可能性もある。前月比では2ヶ月連続の増加となったが、7月が1.2%減、8月が0.4%増、9月が0.7%増と、2ヶ月かかって7月のマイナス分(天候不順や増税等が影響)を取り戻した格好であり、足元の消費の基調は強くない。



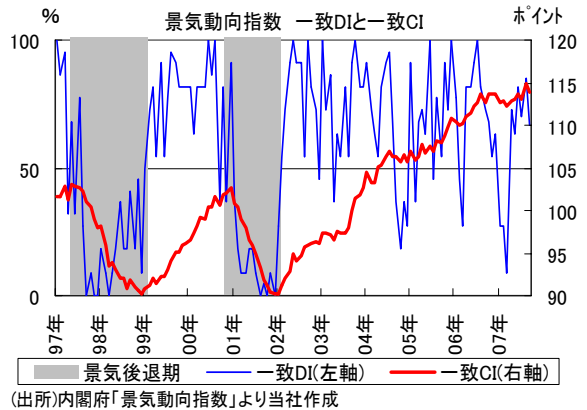
○9月有効求人倍率、労働力調査 (10月30日)

9月の雇用関連統計では、雇用の改善基調がいったん頓挫している様子が示された。9月の有効求人倍率は1.05倍となり、前月から0.01ポイント低下したほか、9月の完全失業率は前月から0.2%ポイント悪化の4.0%となり、2ヶ月で0.4%ポイント悪化した。特に女性の雇用環境が芳しくない。ただ、雇用統計自体は基本的に遅行指標であり、年度前半の景気が踊り場状態にあったことを考えれば、目先は足踏み状態に陥るのが自然である。夏場の生産持ち直しや、企業の雇用不足感の高まりを考えれば、雇用環境が今後加速的に悪化する可能性は低い。雇用環境は、年内いっぱい足踏み状態が続いたあと、足元の生産増を反映し、年明け以降再び改善に向かう可能性が大きいと予想している。



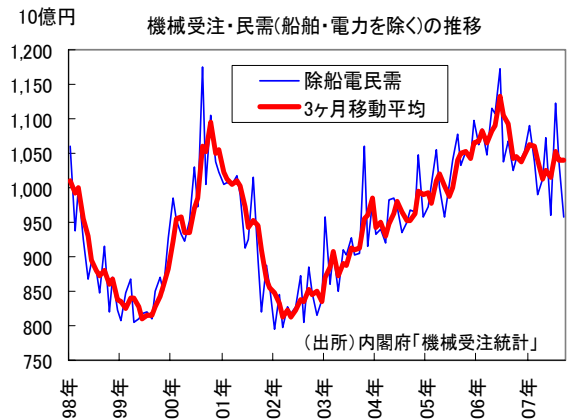
○9月景気動向指数速報 (11月6日)

9月の景気動向指数は、景気の方角性を示す一致DIが66.7%となり、景気判断の分かれ目となる50.0%を6ヶ月連続で上回った。国内景気は回復基調が続いている。ただ、景気の量感を示す一致CIは2ヶ月ぶりに低下した。前月8月は調査開始以来、最高水準となっていたが、9月は昨年後半以降のレンジに逆戻りする形となっている。景気の回復ペースは緩やかなものにとどまっていると言えそうだ。当面は、サブプライム問題を背景に米国景気の足踏みが続くこととみられることから、国内景気回復ペースは緩やかなものとなる可能性が高い。回復ペースが速まるのは、米国景気が持ち直す年明け以降と考える。



○9月機械受注 (11月8日)

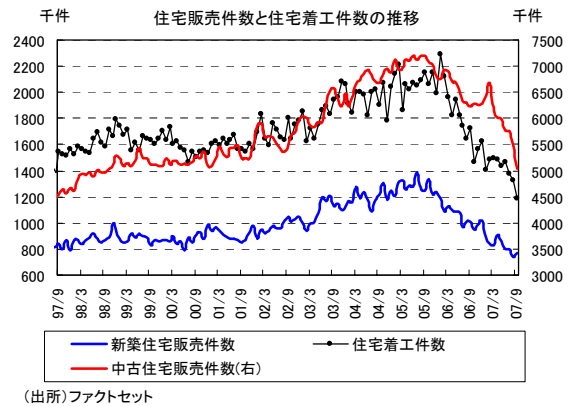
9月の機械受注(除船電民需)は前月比7.6%減と2ヶ月連続で減少した。市場予想である同1.5%減を大きく下回る結果。製造業は増加したものの、非製造業が大きく下振れた。ただ、四半期ベースでみると、7-9月期は前期比2.5%増となり3四半期ぶりに増加している。内閣府の10-12月期見通しも、同3.1%増と増加が見込まれており、企業の設備投資意欲は弱くない。機械受注残高も増加傾向が続いており、高水準で推移している。米国景気の動向は気がかりな材料だが、そうした懸念に反して外需の機械受注は増加基調をたどっている。設備投資の増勢は昨年度に比べれば鈍化する可能性が高いものの、緩やかながらも増加基調を持続すると予想する。



《米 国》

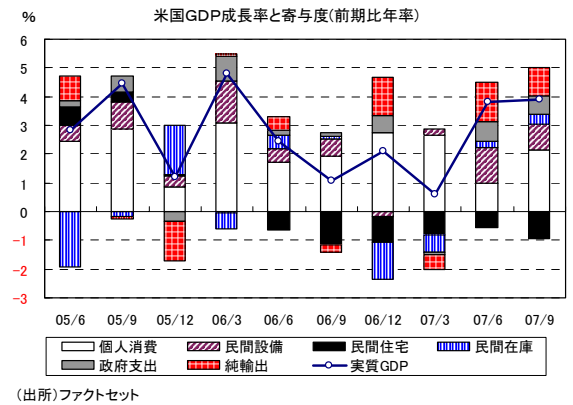
○9月新築・中古住宅販売件数（10月24、25日）

9月の米新築住宅販売件数は前月比4.8%増とプラスに転じたが、6-8月分が下方修正されており、9月の販売件数自体は年率77.0万件と市場予想（ブルームバーグ調査）と同じだった。中古住宅販売は同8.0%減と、7ヶ月連続で減少している。新築の販売価格は前年比5.0%のプラス。比較的高額物件が多い西部地区の販売増加が価格を押し上げた模様。中古の販売価格は同4.2%と再びマイナスに転じた。在庫/販売比率は、新築が9.0→8.3ヶ月分へ低下した一方、中古は9.6→10.5ヶ月分へとさらに上昇した。住宅市場では、サブプライム問題を受けた貸出基準厳格化や物件差し押えなどの影響が回復の遅れに繋がっている。依然高水準の販売在庫を抱える中、今後も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ため、回復は来年後半にずれ込みそうだ。



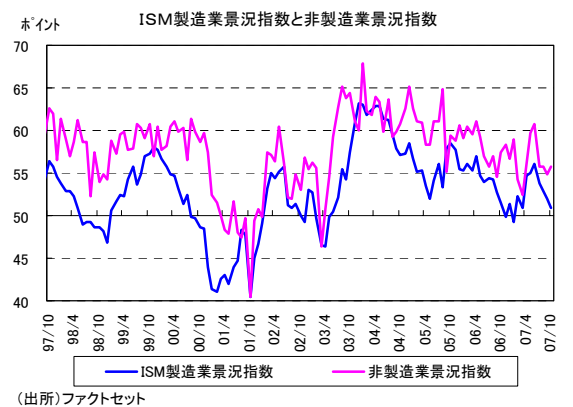
○7-9月期実質GDP成長率（速報値）（10月31日）

7-9月期の米実質GDP成長率（速報値）は前期比年率で3.9%増と、4-6月期の同3.8%増に続き、堅調な伸びとなった。住宅投資が同20.1%減の大幅マイナスとなり、合計の成長率を1.1%も押し下げたが、力強い海外景気を受けた純輸出が逆に0.9%押し上げたことでほぼ相殺した形。個人消費は同3.0%増と堅調で、住宅市場低迷の影響はまだ現れていないようだ。個人消費とともに内需の両輪である設備投資も同7.9%増と堅調な伸びを確保した。今後は、サブプライム問題の深刻化で住宅市場の回復の遅れが見込まれるほか、金融市場混乱の影響で個人や企業のセンチメントが悪化していることから、来年前半までは停滞気味に推移しよう。



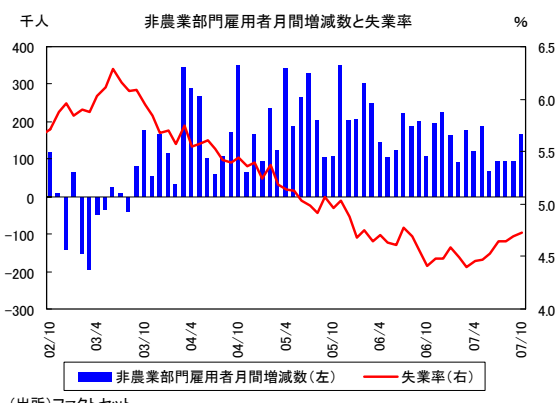
○10月ISM製造業景況指数（11月1日）

10月の米ISM製造業景況指数は、前月から1.1ポイント低下の50.9ポイントとなった。4ヶ月連続の低下で、市場予想（51.5、ブルームバーグ調査）も下回った。特に生産指数の低下が大きい。新規受注指数の低下は比較的小幅だが、輸入指数が低下する一方で輸出受注指数が上昇していることから、内需の弱まりを堅調な輸出がある程度カバーしたと考えられる。在庫指数は大幅に上昇したが、生産指数の大幅低下と合わせて考えると、今回は意図せざる在庫の積み上がりだった可能性が高い。7月以降、サブプライム問題からの金融市場の混乱が企業のセンチメントを冷やしている。景気の先行き不透明感から、企業は在庫調整一巡後も慎重姿勢になっており、この先設備投資は7-9月期の堅調な伸びからは鈍化しよう。



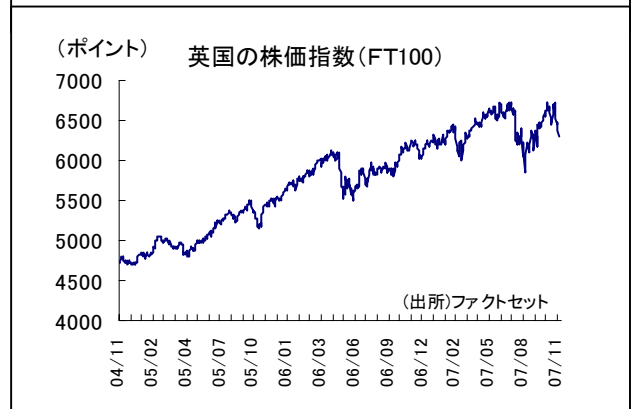
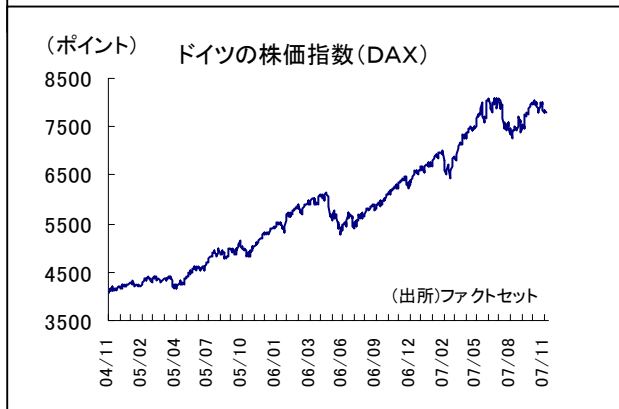
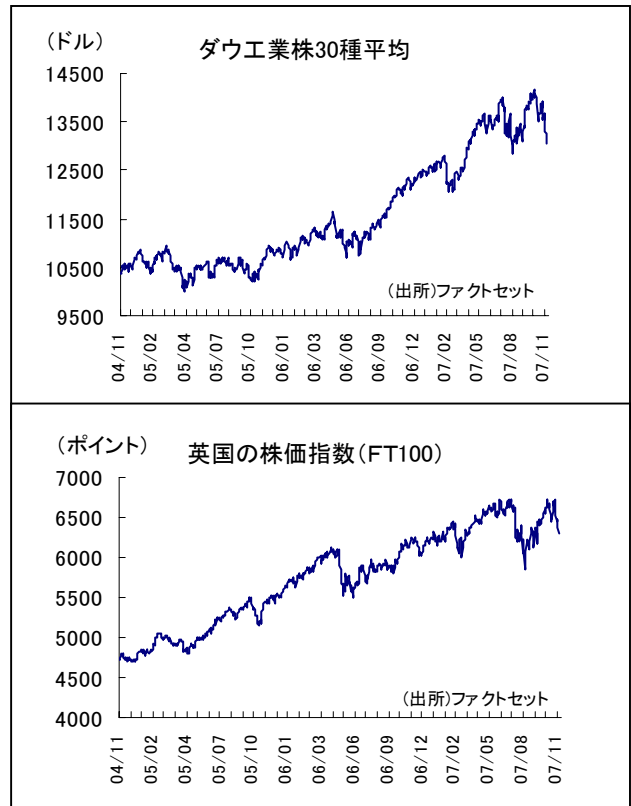
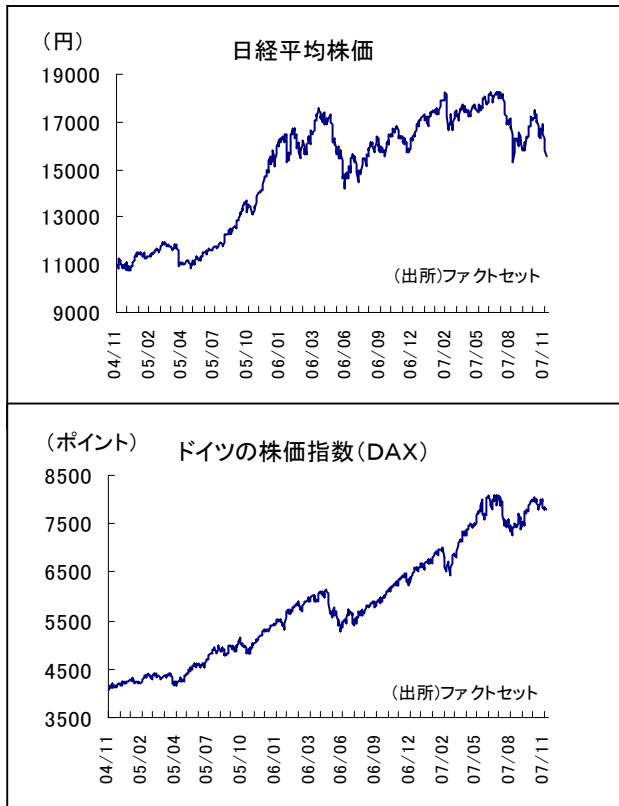
○10月雇用統計(11月2日)

10月の非農業部門雇用者数は前月比16.6万人増と、市場予想(ブルームバーグ調査)の8.5万人増を大幅に上回った。製造業は16ヶ月連続での減少。建設業も4ヶ月連続で減少したが、減少幅は縮小してきている。牽引役の民間サービス業は伸びが加速、その中で金融業は小幅増加に転じている。サブプライム問題の影響を受けているはずの建設業と金融業の雇用がむしろ改善しているのは意外である。失業率は9月と同じ4.7%。平均時間給は依然として高めの伸びである。今回の雇用統計は、サブプライム問題からの住宅市場の低迷と金融不安が続く中でも、雇用・所得環境は底堅さを維持していることが確認できる内容だった。雇用統計が遅行指標であることに留意する必要があるが、個人消費への雇用面からの下支えが期待できる一方、賃金の高めの伸びは、原油高などとともにインフレ上昇圧力となりうる。

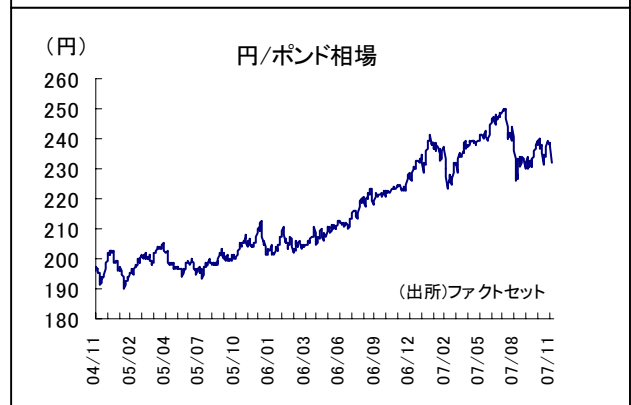
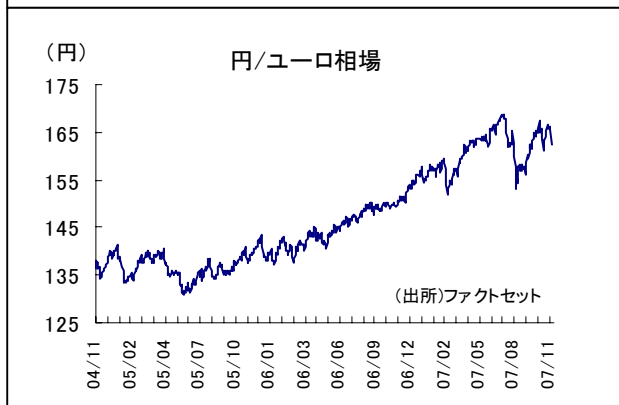
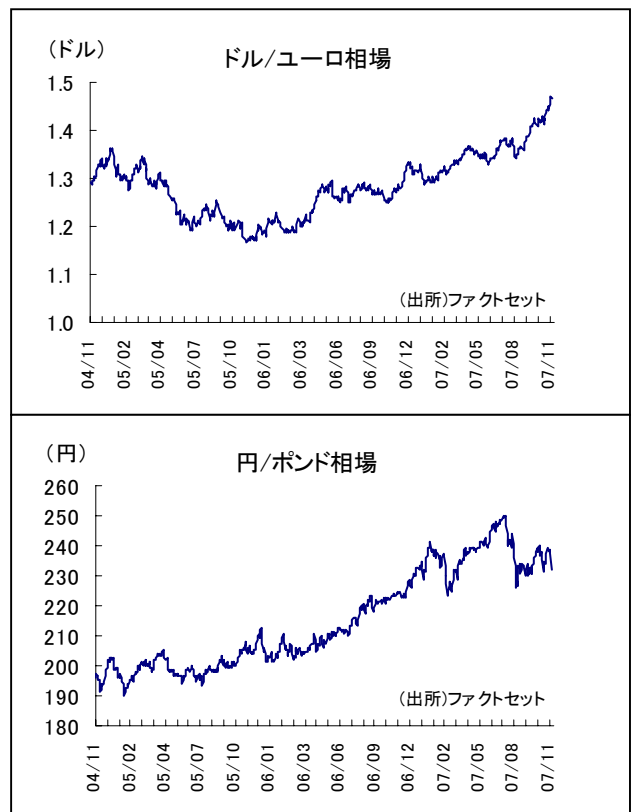
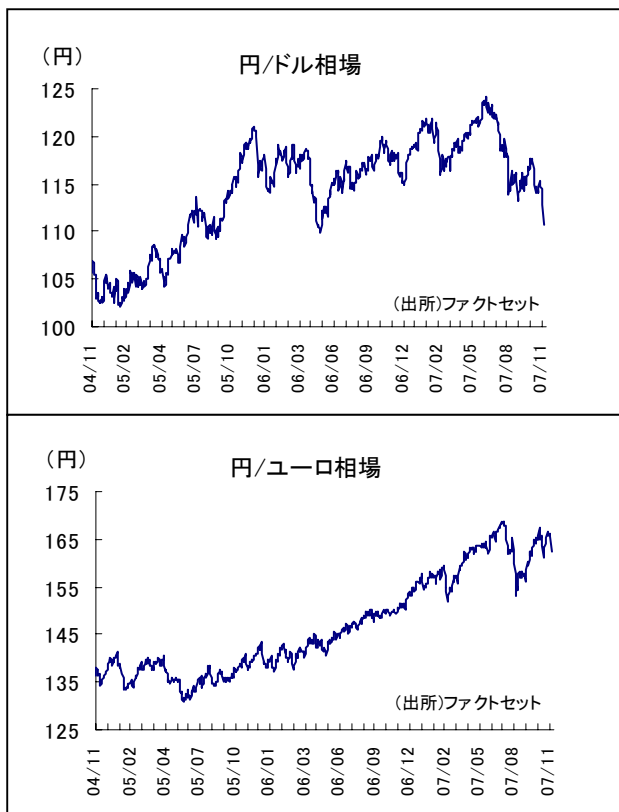


日米欧マーケットの動向 (2007年11月9日現在)

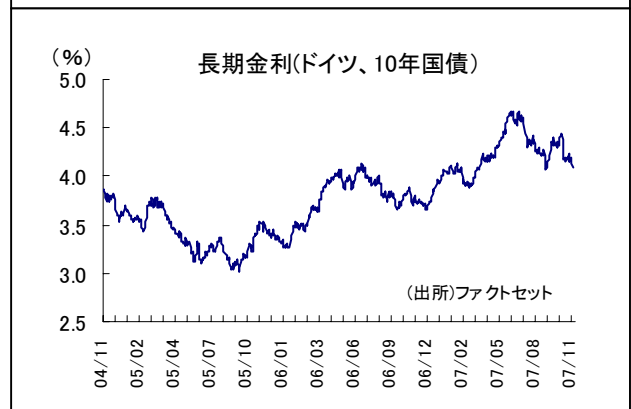
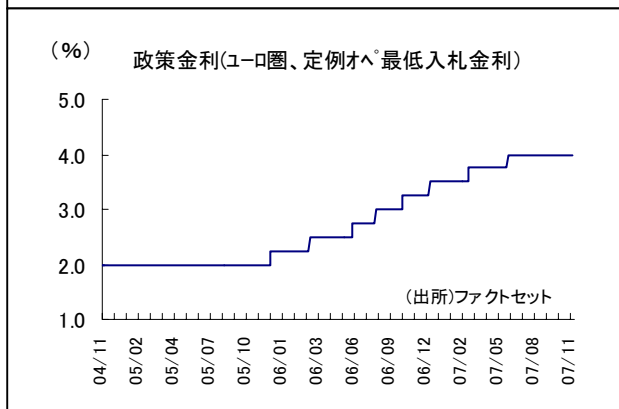
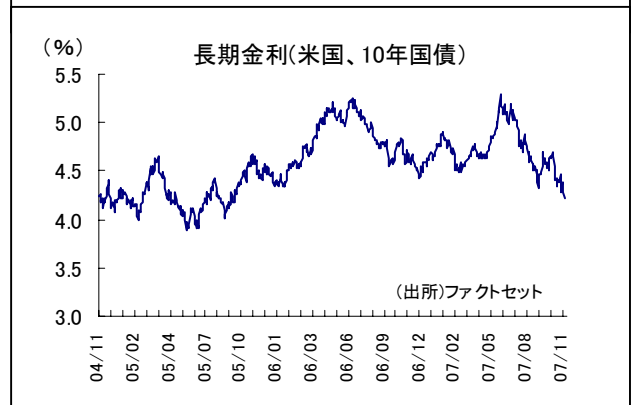
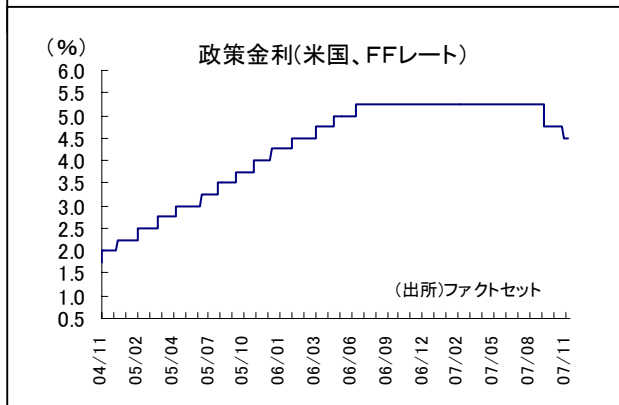
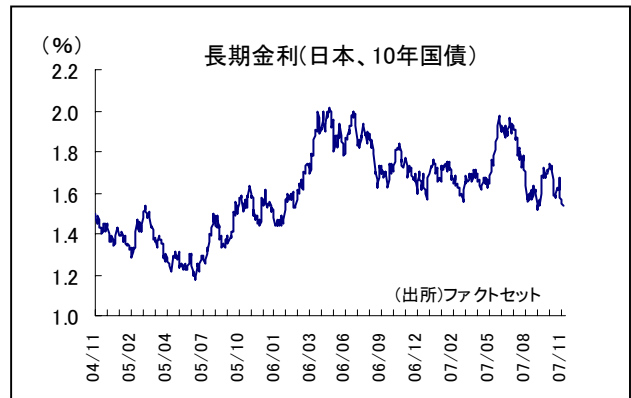
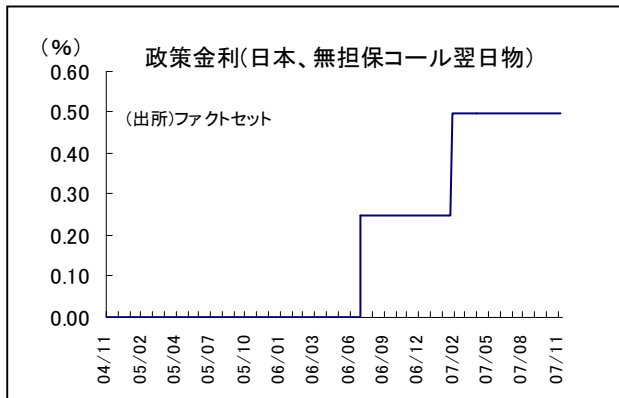
▽各国の株価動向



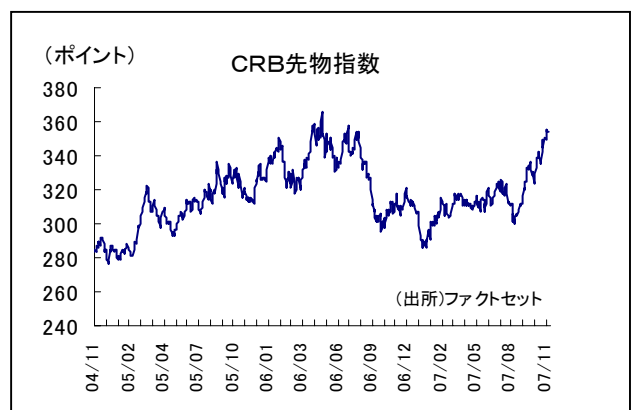
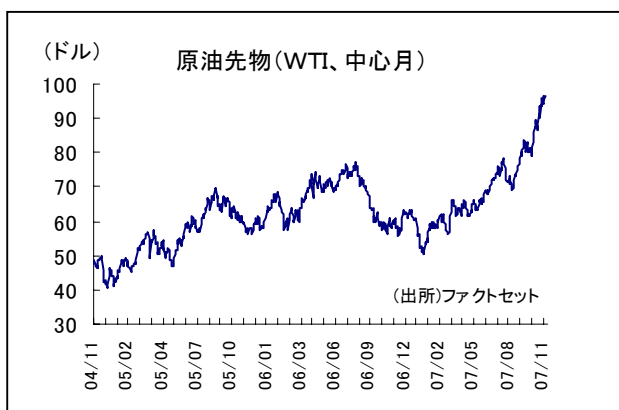
▽外為市場の動向



▽各国の金利動向



▽商品市況の動向



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。また、記載されている意見や予測は執筆者の個人的見解に基づくものであり、当社の資産運用方針と直接の関係はありません。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。

●照会先● 明治安田生命保険相互会社 運用企画部 運用調査グループ

東京都千代田区丸の内 2-1-1 TEL03-3283-1216

執筆者：小玉祐一、高橋俊明、大広泰三、心光勝典