



明治安田生命

# 経済ウォッチ

2008年3月 第2週号

(毎月第2週、4週発行) 2007年度 vol. 23

## 〈フォーカス〉 成長戦略は規制緩和を軸とすべき

財政改革論議をめぐり、与党内で増税派と成長重視派がせめぎ合う構図が続いているが、成長力を強化することの重要性自体を否定する議員はいないだろう。

日本の潜在成長率は、1%台半ばから 2%弱というのがコンセンサスである。景気回復の実感が湧かないという声が聞かれるが、実質 GDP 成長率を見る限り 2006 年度まで 4 年連続で 2%台の伸びを続けている。これでは、既にこれ以上望むべくもない好景気が続いているという解釈にもなりかねない。潜在成長率を引き上げるためには、財政・金融政策では不可能で、供給サイドを強化する構造改革が必要だ。「改革なくして成長なし」は、不況期ではなく「景気回復後」にこそ必要なスローガンなのである。

今後は労働力人口の増加が期待できないことから、潜在成長力が上がるかどうかは、民間部門の生産性向上にかかっている。必要な政策は、民間企業がより活動しやすい環境を整えることである。一国の限られた資本を、非効率的な公的部門から解放すること、中でも、医療、農業、教育に代表される、政府の規制、官僚の統制にがんじがらめになっている分野の規制緩和を強力に進めることが不可欠となろう。優先課題は、やはり株式会社の参入を容易にすることだ。公的機関や、学校・医療法人至上主義を改めること。農業については農地法を改正し、大規模・効率化を柱に競争力を高めることが必要だろう。市場の力で、互いに切磋琢磨させることでサービスの質が向上し、費用が低下し、消費者にとっては便益が増すはずだ。多様なサービスの提供が、潜在的需要の掘り起こしにもつながる。

身近なところで探しても、改革の余地はいくらでも見つかる。たとえば、保育園と幼稚園が峻別されなければならない合理的な理由を探すのは難しい。病院の異様に長い待ち時間も改善できないはずがない。幼保一元化の議論については、総合規制改革会議で「(保育園における)調理室の存在が 100%重要だと信じている。」という厚労省側の珍答弁があったのは記憶に新しい。こうした分野は、官の抵抗が特に強い。そのためもあるのかどうかかわからないが、経済財政諮問会議の成長戦略は、いまだ「つながり力」、「環境力」といった観念論が先行し、中々具体策が見えてこない。族議員や官僚から強烈な反対の声が上がらないのが、踏み込み不足を如実に示していると言えるのではないか。

中国製ギョーザ事件を受け、食糧自給率の向上が必要とする世論調査が増えているようだが、これがさらなる補助金のバラマキに繋がる可能性についても警戒が必要だ。消費者の選択の結果、自給率が高まるのであれば問題ないが、自給率の向上自体を政策目標にするのは筋違いで、これでは農業の効率化は進まない。あくまで市場の力を生かした改革を推進することが重要と考える。(Kodama wrote)

## 目次

〈フォーカス〉：成長戦略は規制緩和を軸とすべき…………… 1	・米ベージュブックは概ね景気減速を示す…………… 10
・経済情勢概況…………… 2	・金融商品取引法施行後の課題…………… 13
・旗色が悪くなってきたデカップリング論…………… 3	・主要経済指標レビュー…………… 15
・3月金融経済月報は小幅下方修正…………… 5	・日米欧マーケットの動向…………… 18
・最後の定例総裁会見も景気判断を下方修正…………… 7	

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**

日本経済は回復基調が足踏みしている。

個人消費は、緩やかながらも増加基調を継続している。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継続しよう。住宅投資は、建築基準法の改正による影響は最悪期を脱した模様。今後は、これまで止まっていた案件が着工に回るとみられ、住宅投資は反動増が見込まれる。

設備投資は、好調な生産堅調な輸出を背景に緩やかながらも増加基調が続いている。ただ、今後は企業収益の鈍化が予想されることから、増勢が弱まると予想する。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。年初は補正予算の執行によって一時的に上振れる場面があると予想するが、2008年度予算案でも3%超の公共事業費の削減が決まっており、総じて減少基調が続こう。

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いている。しかし、足元でEU景気も鈍化しつつあることなどから、今後輸出の伸びは弱まろう。輸出が再度勢いを取り戻すのは、米国景気が持ち直す2008年半ば以降と予想する。足元の生産は底堅く推移の勢いは鈍化している。電子部品・デバイス工業の在庫調整はある程度目処がついた模様だ。ただ、2008年前半は、米国景気の足踏みが予想されることから生産活動は横ばい圏での推移が続こう増産ペースは緩やかなものにとどまろう。

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。コアCPI上昇率も、商品市況の上昇に伴ってプラス幅が拡大しているが、こうした押し上げ効果は春先以降、徐々に弱まると予想され、同上昇率のプラス幅は縮小しよう。

**米国**

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、金融市場混乱の影響から、前半は低成長を余儀なくされよう。ただ、年後半からは持ち直しに向かい、2009年は堅調な景気拡大ペースを取り戻すとみている。

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。人口増加が続く中で実需は底堅く、割高感が薄れるとともに販売が上向くと考えられるが、底打ちは年終盤以降となりそうだ。

個人消費は、金融市場混乱や住宅市場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、雇用環境の軟化も重なって、目先は伸びが弱まると予想される。ただ、住宅価格下落による逆資産効果は限定的と考えられ、政府による戻し減税にも一定の効果は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強めているため、伸びが鈍化しよう。ただし、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、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、底堅く推移しよう。

足元ではインフレ率が上昇しているものの、FRBのインフレ警戒姿勢は和らいでいる。FRBは景気後退を未然に防ぐため、6月までに2.0%まで利下げを行うが、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、年終盤には利上げに転じると予想する。

**欧州**

ユーロ圏経済は、ここまで好調に推移してきたが、その勢いは鈍化しつつある。ユーロ高や原油高、金融不安、米国景気の減速、利上げの累積的效果などが重なり、前半はもたついた推移が予想される。しかし、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から2009年にかけては、堅調な拡大ペースを取り戻そう。

個人消費は、金融不安や原油・食品価格の上昇から、減速基調が続いている。ただ、良好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っていることから、失速は免れ、2009年にかけて基本的には底堅く推移しよう。

設備投資は、企業の好業績を背景に足元では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、今後の拡大ペースは鈍化するものの、新興国や産油国の需要にも支えられ、米国景気が持ち直す~~と~~予想される年後半以降、底堅さを取り戻そう。

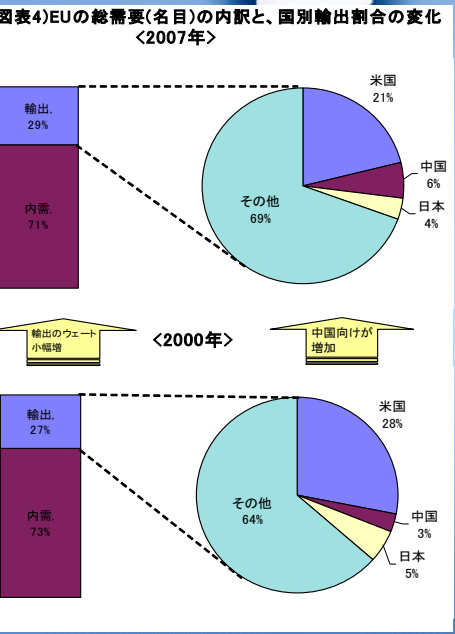
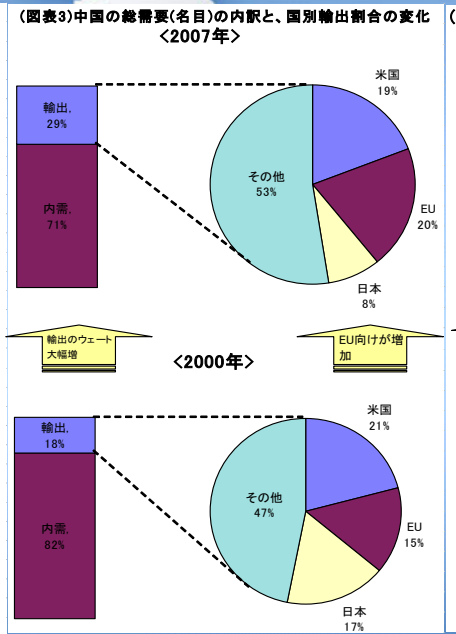
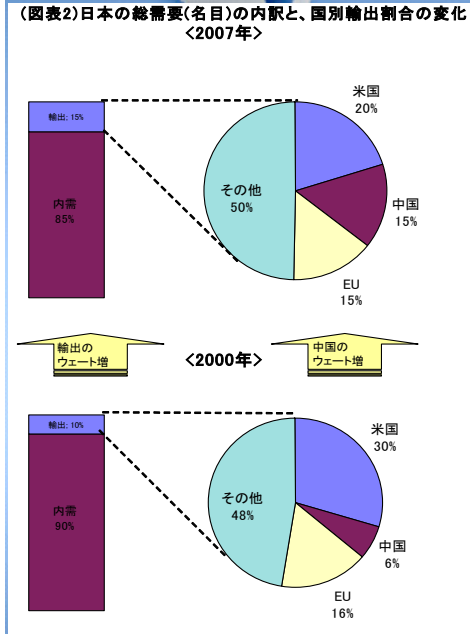
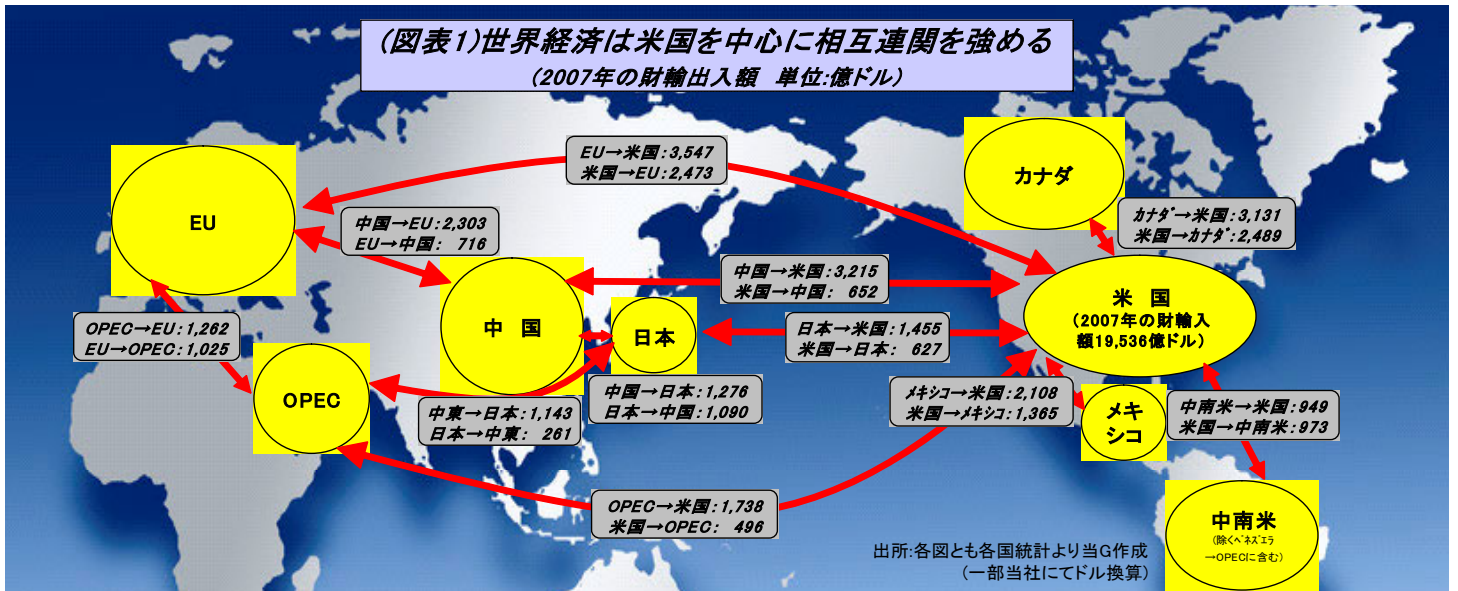
ECBのインフレ警戒は根強いものの、今後は次第に景気下振れリスクへの意識が高まり、4-6月期に計50bpの利下げが行われると予想する。

旗色が悪くなってきたデカップリング論

相互連関を強める世界経済

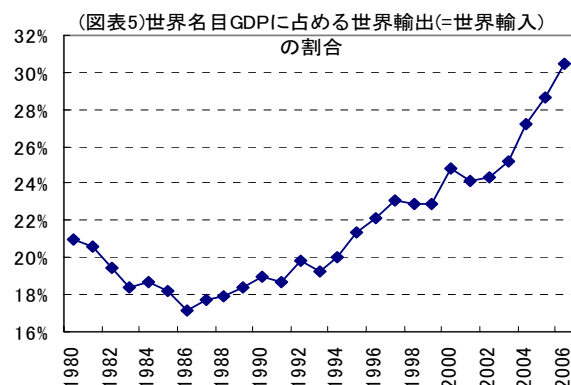
「完全なデカップリングは、定義的にあり得ない」、「デカップリングを当然の前提として考えるのは考え方が甘すぎる」、日銀の福井総裁は、2月15日の定例会見において、米国景気と世界景気とのいわゆる「デカップリング(非連動)論」を意外なほど強い口調で否定した。期を一にして、欧米の高官からも同趣旨の発言が飛び出している。米国のポールソン財務長官が、2月9日の東京でのG7後の記者会見で「デカップリングの議論は神話だ」と述べたほか、ECB(欧州中央銀行)のトリシェ総裁も2月7日の会見で「デカップリング論に与したことは、ただの一度もない」と切り捨てた。どうやら、ここへきてデカップリング論の旗色が次第に悪くなってきたようである。

ウェートが縮小しつつあるとはいえ、米国はなお世界GDPの約3割を占める。これほど大きな経済が失速してなお世界景気への影響がないと主張する論者がいたとしたら、確かに甘いと言うべきだろう。日本のように、景気拡大7年目にもかかわらず、いまだに外需頼みの成長を余儀なくされている国にと



ってはなおさらである。日本の名目総需要(内需+輸出)に占める輸出の比率は、2000年の10%から、2007年は15%まで上昇した(図表2)。米国向け輸出のウェイトは確かに低下しており、2007年は前年比で0.2%減少したが、一方で中国(除く香港)向けは19.0%も増加している。その中国からの2007年の米国向け輸出は14.4%伸びた。これは、米国景気が失速に向かえば、中国経由でも日本に悪影響が及ぶ可能性を示している。

中国の名目総需要に占める輸出の比率は、2000年の18%から、2007年には29%まで10ポイント以上高まっている(図表3、一部推計値)。こうした貿易依存度の高まりは世界的な傾向であり、世界名目GDPに占める世界輸出(=世界輸入)の割合は、2006年には30%に達した(図表5)。こうみると、デカップリング論は、相対的な米国経済の地位低下に目を奪われ、世界各国の相互連関の深まりを考慮すれば逆に影響度が強まっている可能性を見逃した議論に見えてくる。



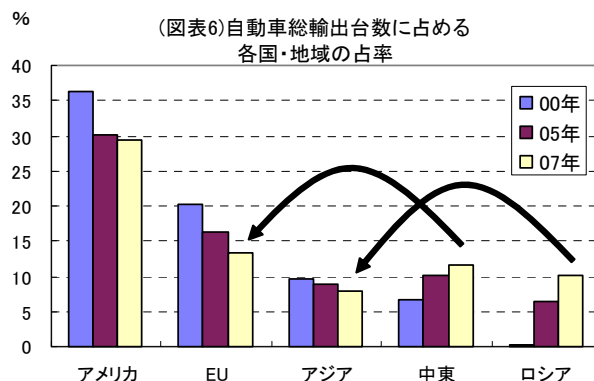
出所: IMF "World Economic Outlook Database" より明治安田生命作成

金融技術の進歩により、世界の資本市場は実物経済以上に結び付きが深まっている点にも注目が必要だろう。米国の住宅市場の焦げ付きが世界中の投資家に損失をもたらしたサブプライム問題はまさにその現れである。

### 完全な連動もまたありえない

もっとも、福井総裁の発言にあったような、「完全な」デカップリングや、デカップリングが「当然の前提」と主張する論者はいないか、いたとしてもごく少数派と思われる。その意味では、相手にいかにも極端な主張をしているかのようなレッテルを貼って、いたずらに危機を煽り立てるような論調が増えているのも考えものだ。完全なデカップリングがありえないのと同様、完全なカップリングを主張するのもまた間違いということになるだろう。

現実には、アジアや中東、ロシアをはじめとした新興諸国への日本からの輸出は好調だ。例えば、主力輸出品である自動車の輸出台数の推移を見ると、中東向けはEU向けに、ロシア向けはアジア向けに匹敵するレベルまで上昇してきており、こうした新興地域の内需が育ちつつある様子を示している(図表6)。米国の景気後退期が深く、長いものになれば話は変わってくるが、2四半期連続のマイナス成長という、定義上のリセッションにぎりぎりどどまる程度であれば、新興国に世界景気の腰折れを回避できる程度の役割を期待してもよいのではないか。



出所:財務省「貿易統計」より明治安田生命作成

### 中長期的な世界経済の多極化の構図は続く

より中長期的には、緩やかなドル安基調のもとで米国の経常赤字は徐々に縮小、「最後の買い手」としての役割も後退していくことになろう。新興国の経常黒字の拡大ペースも内需の成長とともにやや鈍化、中長期的に米国経常赤字との均衡点を探っていく展開が考えられる。こうした推移のもと、世界経済の成長の軸がより多極化し、太くなっていく流れが続くと考えられるが、目先のリスクに絞れば、「米国発世界不況」にもっとも警戒が必要なのは疑いのないところである。(担当:小玉)

### 3月金融経済月報は小幅下方修正

#### 福井総裁最後の会合も現状維持

福井総裁最後となる3月6,7日の日銀政策決定会合は、大方の市場予想どおり、全会一致で据え置きという結果だった。会合直後に発表された金融経済月報（基本的見解）の内容に大きな変更がなかったのも市場予想通り。景気の現状については「減速しつつも基調としては緩やかに拡大」、先行きについては「目先は減速も、やや長い目で見れば再度拡大」という従来からの判断が維持された。ただ、今月も細かい部分で何箇所か修正があった。基本的には下方修正で、日銀の見通しシナリオが月を追うごとに苦しくなっている印象は否めない。

#### 全体感はそのままで個別項目の見方を修正

まず、冒頭の景気認識について、「減速しつつも基調としては緩やかに拡大」という見方が維持されたのは前述のとおり。ただ、減速の要因として「住宅投資の落ち込み」の他に「エネルギー・原材料価格高の影響」が付け加えられた。また、「減速しているとみられる」から「減速している」へと、より断定的な表現に変更されている。

需要・供給項目別の見方の部分では、住宅投資について、2月は「大幅に減少している」とされていたが、今月はここ数ヶ月の住宅着工統計の回復を反映し、「回復に向けた動きがみられるが、なお低水準」と上方修正された。他の需要項目に変更はないが(次ページ参照)、今月は生産についての見方が下方修正された。前月までは単に「増加を続けている」という一言だったが、今月は「やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている」と、景気が踊り場に入りつつある状況を示す表現となった。

先行きの見通しのパラグラフの中で、「景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる」という見方は2月と一字一句変わらず。需要項目別の見通しは、まず、設備投資と個人消費の増加見通しは前月とまったく同じで、「増加基調をたどる可能性が高い」とされた。住宅投資も、「当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かう」との見通しが維持された。生産は現状認識同様下方修正。前月は「当面横ばう局面を伴いつつも、増加基調をたどるとみられる」となっていたが、今月は、「当面横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる」へと変更された。ぱっと見にはどう変更されたのかわかりにくい、「晴れときどき曇り」が「曇りのち晴れ」に下方修正されたということだろうか。

#### 苦しくなってきた日銀シナリオ

福井総裁は会見で、「生産・所得・支出の好循環メカニズムが基本的に維持されるなかで、緩やかな拡大が続く蓋然性が引き続き高い」という見通しのメインシナリオを維持することを確認した。ただ、毎月少しずつ個別項目の下方修正を繰り返してきているため、次第に苦しくなってきた印象は否定できない。先週発表された経済統計では、法人企業統計において景気後退入りのサインとなる労働分配率の上昇がみられたほか、景気動向指数では一致CIの下方屈折がかなり目立つ形になってきた。今週発表される10—12月期の2次QEでは、設備投資が大きく下方修正されるのが確実で、10—12月期までは堅調だった輸出の伸びも、1—3月期以降は大きく減速に向かうのが有力な情勢となっている。当Gは、年度前半の日本経済は踊り場との見通しを維持しているが、既に景気後退局面に入っている可能性についても、少なくとも自信満々に否定できる状況ではなくなってきた。福井総裁も会見で述べている通り、当Gは、企業部門の体力向上により日本経済は景気下押し圧力への耐性が向上していると見ており、今

のところ見通しの修正は予定していないが、次に鍵となりそうな統計は4月1日の日銀短観だろう。悪化自体は確実だが、その程度に注目する必要がある。(担当:小玉)

### ○金融経済月報（基本的見解）（2008年3月7日）

※下線部は新たに追加された部分。取り消し線は削除された部分

わが国の景気は、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料価格高の影響などから減速しているが、基調としては緩やかに拡大している。

輸出や生産は増加を続けている。企業収益が総じて伸び悩みつつも高水準で推移する中、設備投資も引き続き増加基調にある。また、雇用者所得が緩やかな増加を続けるもとで、個人消費は底堅く推移している。一方、公共投資は低調に推移しており、住宅投資は大幅に減少している。回復に向けた動きがみられるが、なお低水準となっている。以上のような内外需要のもと、生産は、やや強めに推移した昨年後半の反動もあって、このところ横ばい圏内の動きとなっている。

景気の先行きについては、当面減速するものの、その後緩やかな拡大を続けるとみられる。

すなわち、輸出は、海外経済が減速しつつも拡大するもとで、増加を続けていくとみられる。また、設備投資や個人消費も、総じて高水準の企業収益や雇用者所得の緩やかな増加を背景に、増加基調をたどる可能性が高い。住宅投資は、当面低調に推移するものの、次第に回復へ向かうと予想される。こうした内外需要の動向を反映して、生産は、当面横ばい局面を伴いつつも、増加基調をたどるとみられる。横ばい圏内で推移するが、その後増加していくとみられる。この間、公共投資は、減少傾向で推移すると考えられる。なお、海外経済や国際金融資本市場を巡る不確実性、エネルギー・原材料価格高の影響などに、引き続き注意する必要がある。

物価の現状をみると、国内企業物価は、国際商品市況高などを背景に、3か月前比でみて上昇している。消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、石油製品や食料品の価格上昇などを背景に、昨年末頃からプラス幅が拡大している。

物価の先行きについて、国内企業物価は、当面、国際商品市況高などを背景に、上昇を続ける可能性が高い。消費者物価の前年比は、当面は、石油製品や食料品の価格上昇などから、また、より長い目でみると、マクロ的な需給ギャップが需要超過方向で推移していく中、プラス基調を続けていくと予想される。

金融面をみると、企業金融を巡る環境は、緩和的な状態にある。民間の資金需要は横ばい圏内で推移している。CP・社債の発行環境をみると、下位格付先では発行スプレッドがやや拡大しているが、全体としてみれば、良好な状況にある。民間銀行は緩和的な貸出姿勢を続けている。こうしたもとで、民間銀行貸出は緩やかに増加しており、CP・社債の発行残高は前年を上回って推移している。企業の資金調達コストは横ばい圏内で推移している。この間、マネーサプライは前年比2%程度の伸びとなっている。金融市場の動きをみると、短期金融市場では、オーバーナイト物金利は0.5%前後で推移し、ターム物金利は、前月と概ね同じ水準となっている。為替・資本市場では、長期金利および株価は前月と比べ上昇しているが、円の対ドル相場は前月と概ね同じ水準となっている。上昇しているが、長期金利は低下し、株価は下落している。

## 最後の定例総裁会見も景気判断を下方修正

### 引き続き景気判断を下方修正

定例会見としては最後となる、7日の金融政策決定会合後の福井総裁の記者会見は、景気の基調判断を下方修正しつつも、全体としてみれば、「生産・所得・支出の好循環のメカニズムが基本的に維持されている」という見解を維持、このところ数回の決定会合と同じ流れを引き継ぐ形となった。

まず、会見の冒頭では、「前回の会合以降、3週間ほど経っています。この間、それほど際立って大きな変化はみられないわけですが」と断った上ではあったが、「子細にみると、米国を中心とする世界経済のダウンサイド・リスクがやや強まっています。国際金融資本市場では2月末辺りを境に再び不安定性がやや増しているほか、国内経済では生産が横ばい圏内の動きに入っています。その一方で、原油価格が100ドル/バレルを超えるなど、一次産品市況の騰勢が一段と目立つような変化が見られます」と、断り書きが不自然に感じられるほど多くの個所を下方修正した。

国際金融資本市場の動向については、「サブプライム住宅ローン問題に端を発した動揺が尾を引いており、一言で言えば不安定な状態が続いている、ということだと思います。証券化商品市場は引き続き機能が低下した状態にあるほか、社債スプレッドの上昇や金融機関の貸出態度の厳格化など、金融環境はタイト化しています」とし、「ダウンサイド・リスクがやや増している、このことと深く関連した市場の動きと理解しております」と、ファンダメンタルズを反映した動きとの見方を示した。

### 日本経済は特に生産の見方に慎重

日本経済の見方については金融経済月報で示している通りだが、まず外需について「米国向けは弱め」だが、「エマージング諸国や産油国など幅広い地域に向けて輸出が増加を続けているという状況には変わりありません」とし、今後も増加を続けていくとの見通しを示した。企業収益は、「少し伸び悩みつつあるという感じがしますが、水準そのものは非常に高水準」と、引き続き強気の見方で、こうした中、「設備投資は引き続き増加基調にあるとみています」とした。

個人消費についても、「各種の販売統計でも、全体として個人消費は底堅く推移しているという状況に変わりがない」と引き続き堅調見通しを維持している。

今回、慎重な言い回しが目立ったのが、金融経済月報で横ばいへと下方修正した生産についての見方である。「先行きをどう見るかという点では、もう少し推移を見なければ正確に読み取りにくい面もあります」とし、「この点は海外の経済動向に左右される面がかなり大きいと思われるので、海外からの影響を注意深くみていく必要があると考えています」と、引き続き下振れリスクを慎重に見極めていく姿勢を示した。

結論部分は、「日本経済は、全体としてみると生産・所得・支出の好循環メカニズムが基本的に維持されている中で、緩やかな拡大が続く蓋然性が高いと判断されます」と、従来の見通しを維持することを確認した。ただし、直後に続く但し書き的なコメントの方がはるかに長い。「足元、住宅投資の落ち込みやエネルギー・原材料高の影響などから減速していることは事実であり、また世界経済や国際金融資本市場などを巡る不確実性も引き続き大きいということでもあります。日本銀行としては、今後公表される指標や情報、内外の金融資本市場の状況などを丹念に点検し、見通しの蓋然性とそれに対するリスクをさらに見極めた上で、適切な政策判断を行っていく必要があると考えております」という具合で、4月末の展望レポートではシナリオ下方修正の可能性を視野に入れた書きぶりとなっている。

### 円高のプラス面についても言及

質疑応答では、複数の記者から円高についての質問が出された。まず、円高と株安についての見解を求めた質問に対しては、「(海外市場との)直接的な連関メカニズムがより働きやすい市場になっているということは否定できないと思っています」と答えたものの、景気判断と絡めた直接的な評価は避けた。ただ、もう一人の記者から再度円高の影響について問われた際には、「原油高、原材料高、一次産品の市況高といった海外のコスト高要因に対しては、円高はむしろ交易条件を改善する効果があり、コスト高をある程度打ち消す要因になるわけです」と、マイナスの影響ばかりではない点についても言及した。これが市場に円高容認と受けとられる結果となった。福井総裁は企業収益への悪影響についても触れており、好影響のみ強調したわけではないが、こうした発言が円買い材料視されるあたりが、足元の為替市場のセンチメントをよく表している。

### 好循環のメカニズム維持を強調

「景気判断で『当面減速する』とありましたが、循環メカニズムが小休止したということでしょうか」という日銀シナリオの妥当性をつく質問に対しては、「メカニズムが基本的に損なわれているとは思っておりませんので、小休止しているとは考えておりません」と明言する一方で、「メカニズムが少し弱っていると思っています」とも付け加えた。「日本経済はかつてに比べればショックを吸収する力は相対的に強くなっていますので、少し時間はかかるかもしれませんが、次の良い局面に繋げていける可能性は十分残っていると思っています」と述べたあたりは当Gの見方にも近い。

同じ質問者から、賃金が伸びない可能性についても問われているが、これについては、「先行き日本経済が実質2%前後の成長軌道に戻っていくというシナリオが崩れず、次第にその軌道に経済が移っていくということであれば、賃金上昇圧力が急速ではないにしてもじわじわと高まっていく方向にあるということは、間違いのないのではないかと思います」と答えた。ただ、この答え方では景気と賃金の因果関係が逆なような気もする。また、景気が巡航速度に戻ることを「れば～」と仮定形にしているところにも、やや逃げを感じた。

### 協調利下げは視野になし

世界経済の統合が進む中で、それぞれの中央銀行の政策の方向性が違うことに関する質問に対しては、「基礎にあるグローバルな経済や市場に対する見方については(各国中銀で)ほぼ同じものを共有しています」が、「世界経済が単一になってきているわけではありませんし、単一にほぼなっているとまではとても言えません」と言う理由から、「それぞれの政策舞台における現状、先行きの見通し(中略)をベースに寸分隙のない政策を打っていくということが、全て合わせて見るとグローバル経済全体に対しても最適の解になるわけです」としている。既に、先日の「きさらぎ会」でも同じ見解を示しているしており、協調利下げは依然として視野に入っていないことを示した格好だ。

### 日銀の独立性を巡る質問が出される

今回は、福井総裁最後の定例会見ということもあり、景気・金融情勢についての質問の他に、後任総裁についての質問や、5年間の任期の振り返りを求める質問などが出たのも特徴である。日銀の独立性について見解を問う質問が複数の記者から出されたのも印象的だった。実際、ここ数年の日銀の金融政策は、ほぼ常態的に、陰に陽に、政府からの圧力にさらされ続けてきた。「この5年間、中央銀行の金融政策の独立性、あるいは政府との距離の取り方ということについて、どのように心がけてこられたか」という質問に対しては、「大きな経済情勢判断や大きな政策の方向性について基本的な齟齬がないように努めるべし、ということが書かれています。また、金融政策そのものについては、日本銀行の政策委

員会・金融政策決定会合において100%責任を持って決めることになっています」と答えたが、これは、中川秀直氏や竹中平蔵氏のような、「手段の独立性はあるが政策目標決定についての独立性はない」と主張する立場とは依然かなりの距離がある。このあたりは今後も論争の材料となり続けるだろう。また、「日銀の独立性というのは(中略)法律のうえで担保されているものなのではないでしょうか。いつでも独立性を保つという努力を続けていかないと、やはり何がしか政治に介入されたり、そのような危険が常に伴うものなのではないでしょうか」というポイントをついた質問も出された。これに対しては、「主要先進国の中央銀行法は、いずれも中央銀行に独立的な政策決定権限を与えています。しかしこれは出発点に過ぎません」とし、「中央銀行で仕事をする者にとっては、法律で独立性があるからといって、一時も安閑としていられるものではないのです」と答えた。直接的な回答を避けた形だが、「ひとときも安閑としておられない」という答えに、暗に政府への抗議の念が込められていると見るのはやや深読みし過ぎだろうか。

### 新執行部人事案はバランスのとれた布陣

後任総裁人事についての質問に対しては、直接のコメントを避けている。民主党が与党提案への反対の立場を崩していないことから、総裁不在の可能性を含め、人事の先行きは依然として不透明感が強い。短期間の総裁不在なら実務的には問題ないとされるが、元々根強い外国人投資家の日本の政策への不信感を助長する結果になりかねないのは確か。与党提案の武藤総裁、伊藤隆敏副総裁、白川方明副総裁の陣容は非常にバランスがとれている。副総裁として既に5年の経験を積み、政官への人脈も厚い武藤氏を、金融政策理論への造詣が深い両副総裁が支えるという構図だ。伊藤隆敏氏は、日本におけるインフレ目標研究の第一人者ともいえ、個人的には導入に向けた議論が深まることを期待したいところだが、経済財政諮問会議の言動などを振り返っても、自説を強く押し出すタイプではなさそうだ。白川氏が反対の立場ということもあり、当面は現状のやり方を踏襲することになろう。FRBに先んじて日本がインフレ目標策導入に踏み切る可能性は低いだろう。ただ、少なくとも現体制よりは、「金利正常化路線」的な色彩が薄められる可能性はかなり高いと言える。(担当:小玉)

## 米ベージュブックは概ね景気減速を示す

### 12 地区中 3 分の 2 で景気減速を確認

FRBは3月5日、ベージュブック（地区連銀景況報告）を公表した。これは、全米12の地区連銀からの景気の現状に関する報告を取りまとめたもので、次回3月18日のFOMCにおいて、金融政策に関する議論を行う上で使用される重要な情報だ。

まず、冒頭における全体の景況感として「年初以降、経済成長が減速してきている」という認識が示された。3分の2の地区で企業活動ペースの軟化もしくは弱まりが示され、その他の地区では沈静化、あるいは緩やかな成長と報告されている。以下、業種別、地区別に見た足元の景気動向を確認しておく。

### 小売業の活動は全般的に弱まるが、観光業ではドル安効果も

小売業の活動は、ボストン、セントルイス、ダラス地区でまちまち、カンザスシティで大きな変化なしとされたが、ほとんどの地区では、弱いあるいは軟化しつつあると報告された。自動車販売は、ダラス、シカゴ、フィラデルフィアで、広告・販促活動によって増加が見られたものの、それ以外のほとんどの地区で減速あるいは停滞している。

一方、観光業はおおむね拡大を続けた模様だ。カリフォルニアなど、ドル安効果で海外からの観光客の増加を報告する地区もあった。

### 非金融サービス業は地区によってまちまち

非金融サービスは、地区によってまちまちな動きとなっている。リッチモンド、ミネアポリス、サンフランシスコ地区ではヘルスケア・サービスの拡大が示されている。人材派遣サービスでは、ボストン、ニューヨーク、リッチモンド、アトランタ地区では弱まりが見られたが、一方で、ダラスのIT関連、エンジニアリング、石油関連のほか、クリーブランド、シカゴでも安定的な人材派遣サービスの需要増加が報告されている。ニューヨークの大手人材紹介業者によると、ニューヨーク地区では金融業の人員削減計画が広くアナウンスされていたにもかかわらず、求職者数には注目すべき増加は見られなかったという興味深い報告もあった。輸送サービスについては、ニューヨークの港湾サービスやクリーブランドのトラック輸送といったように、すべての地区において活動の弱まりが示された。リッチモンドとダラスの報告では、ドル安効果にも刺激され、輸入の減少が輸出の増加を上回った。もっとも、それら2地区でも航空会社の旅客量は年初来増加傾向にあるようだ。

### 製造業は約半分の地区で減速、他はまちまちあるいは安定

製造業は、約半分の地区で低迷あるいは減速し、他のいくつかの地区ではまちまち、あるいはトレンド的に安定していると報告されたが、セントルイスのみで強まりが示された。様々な地区で鉄鋼、航空機、エネルギー関連機器、輸出に関して強い需要が観測されているが、建設や住宅関連の製品や機器の需要は引き続き弱い。自動車関連は、アトランタ、シカゴ、ダラスでは減少傾向にあるが、クリーブランドやセントルイスでは増加も見られた。食品加工に関しては、一部の地区では高価格が需要を抑制していると答えたが、他の地区は需要の増加を示した。製造業の一部では、雇用や設備投資の計画を下方修正している企業も少なくない。シカゴの自動車産業では、信用の厳格化が顧客を価格に敏感にさせ、また自動車ローンを組みにくくさせていると報告された。

### 住宅市場は弱く、商業用不動産もまちまちだが、一部には前向きな報告も

住宅市場は全般的に弱い。住宅販売の減少は、ボストン、ミネアポリス、リッチモンド、セントルイスで特に大きかった。シカゴ、カンザスシティ、フィラデルフィアでは、タイトな信用状況が販売低迷

の理由とされたが、一方でそれらの地区でも、中低価格帯の物件では需要の安定が報告もしくは期待されている。住宅価格は、マンハッタンの集合住宅価格が1年前と比べて5%程度上昇したことを除くと、一般的に下落している。需要がいまだに弱いため、在庫水準は高いままだ。ただ、シカゴ、クリーブランド、リッチモンドでは、販売の増加までは至っていないものの、物件に関する照会が増加しているという前向きな報告もあるようだ。住宅建設はほとんどの地区で減少もしくは低水準にとどまっている。

商業用不動産市場に関する報告はまちまちであったが、多くの地区では減速も示唆されている。オフィス空室率は、地区によって上昇、横ばい、低下とまちまちであるが、ボストンとフィラデルフィアではオフィス不足も見られる。オフィス賃料は、ボストンやマンハッタンで高止まり、リッチモンドで横ばいもしくは低下、フィラデルフィアで上昇といった感じだ。非住宅市場の販売は、ボストン、ダラス、カンザスシティ、シカゴで、タイトな信用状況を主因に減速。オフィス販売は、ニューヨークやサンフランシスコといった大都市では依然として強い。非住宅の建設活動は12地区中8地区で減速したが、クリーブランド、ダラス、サンフランシスコでは依然強さが示された。

### 貸出基準は多くの地区で厳格化

多くの地区で、銀行の貸出基準は厳格化されており、借入需要は安定あるいは弱まったと報告されている。商業ローン、工業ローン、住宅ローンに対する需要は地域によって大きく異なるが、信用基準の引き締めがあるため、一般的なローン需要は横ばい、あるいは軟化気味である。ただし、シカゴとクリーブランドでは商業ローンの借入が増加している。新規住宅ローンの需要は低迷しているものの、7地区で金利低下が借り換え需要を促進しているとして、一部では利下げ効果が現れているとの認識が示された。クリーブランド、アトランタなど、住宅ローンの延滞増加を伝えるところもあれば、ニューヨークでは住宅ローン以外のローン不履行増加が示された。8地区で信用基準の引き締めが報告され、カンザスシティはローン全般の、シカゴは消費者ローンの、そしてクリーブランドは消費者ローンとビジネスローンのクレジット・クオリティの悪化を指摘している。対照的に、ダラスではクレジット・クオリティは良好と報告された。

### 農業とエネルギー産業は堅調

農業とエネルギーセクターに関する活動は引き続き力強い。シカゴ、サンフランシスコ、ミネアポリス、セントルイス、ダラスでは、小麦、トウモロコシ、大豆、豚肉などの価格上昇によって、農業セクターの堅調な状況が報告された。対照的に、アトランタとリッチモンドの大半の地域では未だに干ばつの影響が残っており、牧草地の発育状況も良くない模様だ。2007年の農家の収入は、ケンタッキーで前年並み、テネシーで減収となったものの、多くの地区では増加したようだ。ただし、シカゴ、ミネアポリス、サンフランシスコでは、燃料や肥料、飼料といった投入コストの上昇が、潜在的に先行きの生産や収入に影響を及ぼすとし、また、シカゴとダラスでは最近の悪天候が今春にかけての生産に影響するとしている。シカゴとミネアポリスでは農地価格の上昇も報告された。

エネルギー生産に関しては、すべての地区で力強い活動と価格の上昇が示された。加えて、カンザスシティとクリーブランドでは雇用も増加しているとのことだ。しかしながら、ダラスでは国内やメキシコ湾での掘削活動が伸び悩み、将来の成長のためには北米以外に活動を移す必要があることを指摘している。一方、カンザスシティ、クリーブランド、ミネアポリスは、エネルギー開発と資本支出の増加方向に期待を寄せている。

### ほとんどの地区で原材料からの物価上昇圧力

物価に関しては、多くの地区で納入業者からの価格引き上げ圧力があることと、販売価格への転嫁はまちまちであることが示された。ほとんど全ての地区の報告において、原材料とエネルギーからの物価上昇圧力が示された。ただしフィラデルフィアでは、輸入価格の上昇を除けば、仕入コストと販売価格の上昇は広範ではなくなったとされ、サンフランシスコでは食品とエネルギー以外での上昇圧力が限定的と報告されている。賃金については、多くの地区で上昇は鈍く、労働市場が幾分か軟化した様子が示された。

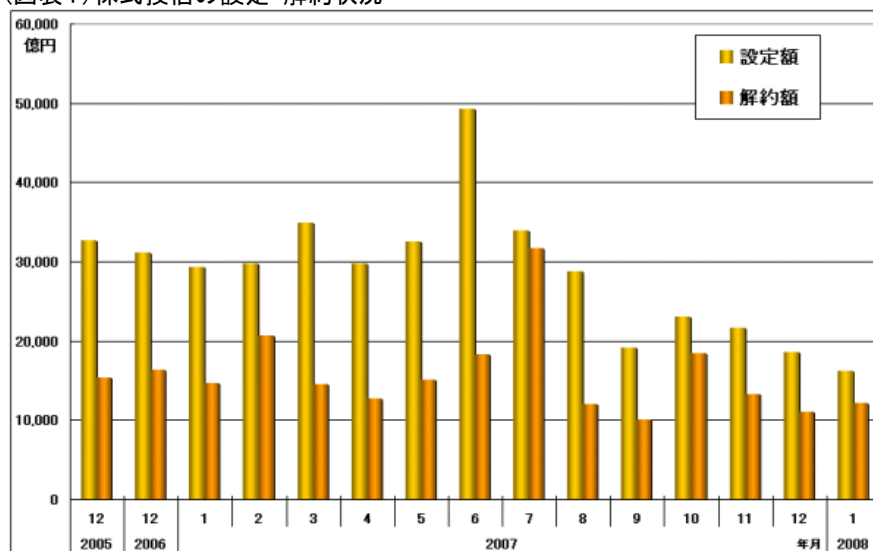
以上、特に広大な国土を持つ米国においては、12地区連銀のそれぞれの管轄地域で景況感に多少の差が生じることは当然かもしれない。今回のベージュブックでは、全体的には景気が減速方向にあるという認識が強まっているため、次回3月18日のFOMCでは50bpの利下げが行われると予想する。ただし、細かく見てみれば、地域や産業によっては前向きな報告も見られたのも事実である。（担当：高橋）

### 金融商品取引法施行後の課題

#### 金商法が投信販売低迷の一因に

銀行の窓販等により順調に拡大してきた投資信託の販売だが、昨年の秋以降は低迷が続いている。株式投信の設定額は、2007年6月の4兆9千億円をピークに減少傾向が続き、2008年1月には1兆6千億円にまで落ち込んでいる(図表1)。この背景に、サブプライムローン問題を契機とした市場の混乱があるのは言うまでもない。ただ

(図表1) 株式投信の設定・解約状況



(出所) 投資信託協会

し、もう1つ無視できない要因として、2007年9月末に施行された金融商品取引法(以下、金商法)の影響を見逃すことはできない。

金商法は、金融商品に関して業態ごとに異なるルールで規制することにより生じる弊害を是正するために制定された法律だ。契約締結の際の書面交付、過剰広告やお客様の誤認防止、お客様の意向を無視して強引に勧誘する不招請勧誘の禁止、お客様の知識・経験・投資目的等に適合した販売・勧誘を行わなければならない適合性原則など、投資家保護の徹底が図られている。各金融機関では金商法施行前、販売員が正確に理解し、順守できるように綿密な準備を行った。例えば、ある銀行では金商法研修の受講や、同法および関連する商品知識の確認テストを実施し、十分な理解ができた行員のみにもリスク性商品の販売を認めた。

#### 過剰な法令順守意識

ところが、法令順守を意識するあまり、過剰ともいえる対応を金融機関が行い、顧客がこれを嫌って、購入を見合わせるケースが相次いでいる。特に問題となっているのは、顧客の属性に応じて販売・勧誘をしなければならない適合性原則と、書面交付とともに顧客の属性に応じて十分な理解をえるまでの説明が求められる説明義務への対応である。

投信等の販売にあたっては、顧客が許容できるリスクを把握するために、顧客の知識、経験、財産の状況、商品購入の目的等を確認する。その際、顧客の知識や経験に関係なく高齢者というだけで、リスクの高い商品は全く販売しない、一度目の訪問では販売しない、親族の同席がなければ販売しないなどの制限を一律に行うケースが生じているようだ。また、投資経験が豊富な顧客に対しても、全ての重要事項について顧客と販売員と一緒に読み合わせを行い、1つ1つ理解されたかどうかの確認を取る。このため、説明に1時間かかるのはざらで、ハイリスク商品の場合に3時間かかったケースも生じている。

しかし、このような過剰ともいえる金融機関の対応は、金商法の目的の1つである利便性向上に反する。そもそも、説明に長時間かけることは、利用者保護のためというよりも、金融機関が説明義務を形式的にクリアするために行われている節がある。本来、販売に際して顧客にどの程度の説明を行うかは、

商品のリスクの程度や顧客の投資経験に応じて決まるものだ。販売者がそれを理解するには、形式的な説明でなく、顧客の立場にたったコミュニケーションを行うことが欠かせない。顧客とのやりとりが適切にできれば、どの程度の説明が必要なのか、自然と把握できるはずである。

### 利用者保護と利便性向上の調和

金融機関が違法行為をした場合、業務停止命令を含む厳しい行政処分が科されることが、金融機関の対応をより慎重にさせている面もある。ただ、法律が施行されて間もないため、具体的にどのような行為が違反するのか明白でないことから、保守的な対応をせざるをえないともいえる。

こうした状況を踏まえ、金融庁は2008年2月に「金融商品取引法の疑問に答えます」と題した質疑応答集を公表した。このなかで、説明義務に関しては、投資経験が豊富な顧客に販売する場合と投資経験の少ない顧客に販売する場合とで説明内容・方法を一律にする必要はないとしている。加えて、他社を含めて過去に同じ商品について説明がある顧客が、その商品の内容・リスクについて十分に理解している場合は、比較的短時間の説明での販売が可能としている。また、適合性原則については、顧客の知識や経験に応じた、きめ細かで柔軟な販売・勧誘が望ましいとしている。例えば、顧客がリスクをよく理解したうえで自ら判断したことを明示した場合は、知識や経験を考慮して取引することが可能としている。

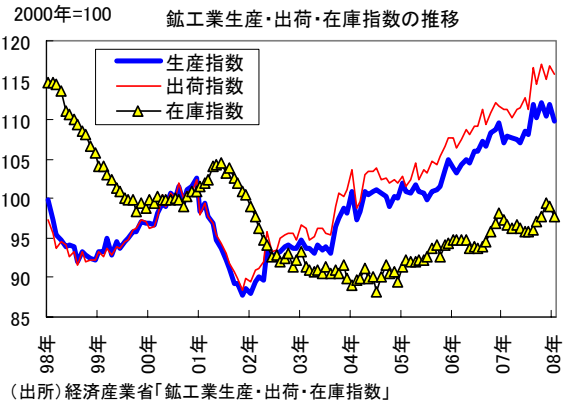
今後も新たに生じる問題について、金融機関や行政が粘り強く妥当な対処方法を見出していく必要があるだろう。利用者との継続的なコミュニケーションを大切にし、ニーズを汲み取るなかで、利用者保護と利便性向上という金商法の2つの目的が、調和のとれた形で具体化していくことが求められている。(担当：心光)

主要経済指標レビュー (2/25~3/7)

《日本》

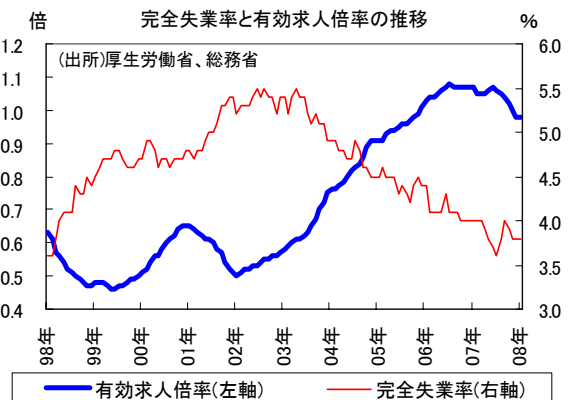
〇1月鉱工業生産指数速報 (2月28日)

1月鉱工業生産指数は前月比2.0%減と2ヶ月ぶりに減少。市場予測の同0.8%減を大きく下回った。主要16業種中、増加したのは精密機械とその他工業の2業種にとどまり、幅広い業種が減産となった。製造工業生産予測調査における生産予測は、2月は前月比2.9%減と2ヶ月連続の減産が見込まれているものの、3月が同2.8%増と持ち直しが予想されており、生産活動がどんどん弱まっている訳ではないようだ。しかしながら、3月に増産が見込まれているのは素材関連が中心。一般機械や輸送機械は2ヶ月連続の減産予想となるなど不安材料もみられる。米国景気の減速が予想されることから、年前半の生産は足踏みする可能性が高いものの、米国景気が徐々に持ち直してくるとみられる2008年度後半以降は増産ペースが再び速まると予想する。



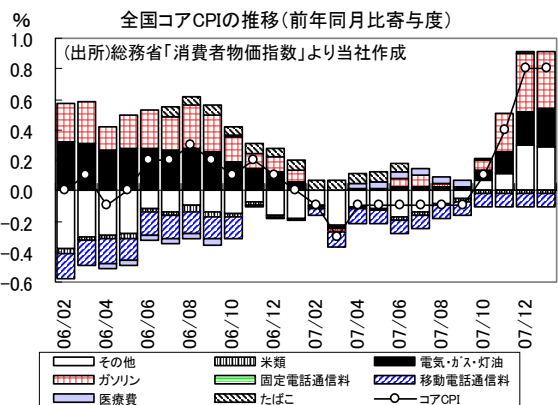
〇1月有効求人倍率、労働力調査 (2月29日)

1月の雇用関連統計は、足元の雇用環境が引き続き冴えない状況にある様子を示した。有効求人倍率は、小数点第3位まで見れば、7ヶ月連続の低下。完全失業率は3.8%と3ヶ月連続で横ばいだったが、前月からは就業者数が減る一方で失業者数が増加しており、1月の雇用環境は12月より幾分悪化したと言える。新規求人数が2ヶ月連続で増加している点は明るい材料だが、景気の踊り場が続くとみられる2008年度前半の雇用環境は足踏み状態が続くだろう。再び改善に向かうのは、米国景気の持ち直して国内景気の回復ペースが速まるとみられる2008年度後半以降と考えている。



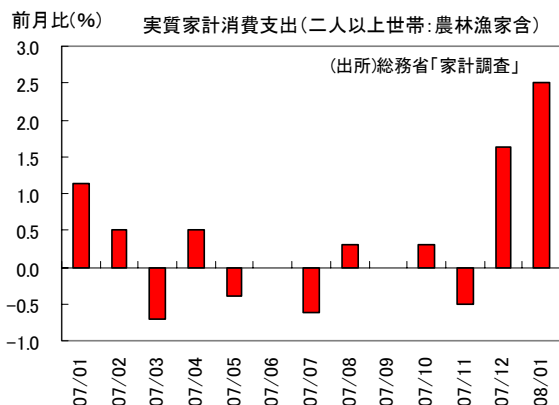
〇1月消費者物価指数 (2月29日)

1月のコアCPI上昇率は前年同月比0.8%上昇と前月から変わらず。事前の市場予測である同0.9%上昇を下回る結果となった。エネルギー価格と生鮮食品を除く食料価格の上昇で全体の伸びを説明できる構図だ。足元では、食品価格に関する値上げ報道が相次いでいるが、その一方で食品価格の値上がりによって「消費者の財布の紐が固くなっている」、「購入点数が減ってきている」などの指摘も目立ってきている。需要の増加が伴わなければ価格転嫁を進めていくことは難しいことから、今後、生鮮食品を除く食料価格の上昇ペースは緩やかなものにとどまる可能性が高い。2007年度末にかけては、エネルギー価格の押し上げ効果が残ることからコアCPIは高い伸びが続くものの、それ以降はそうした効果の剥落に伴って伸びが鈍化していく展開を予想する。



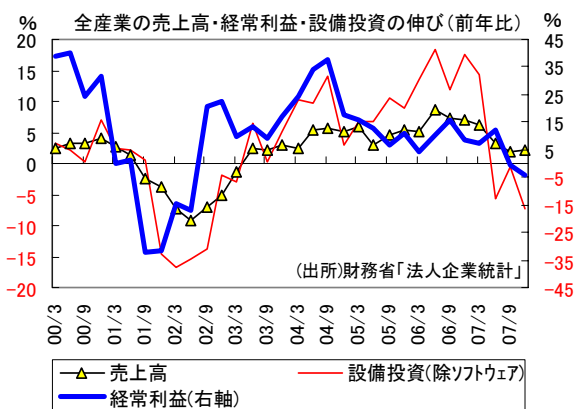
**〇1月家計調査 (2月29日)**

1月の家計調査は、2人以上世帯の消費支出が名目ベースで前年同月比4.5%増、実質ベースで同3.6%増と市場予想を大きく上回る高い伸びとなった。目先の個人消費が失速に向かうリスクは小さいことが示された形だ。年明け以降の国内景気は、米国景気減速に伴う外需鈍化のリスクにさらされる一方で、少なくとも踊り場程度の勢いは維持できる可能性が高いことが示された。ただ、実収入の伸びは、実質ベースで前年比1.4%減と3か月連続のマイナスとなっており、消費の先行きに対して過度な期待はできない。



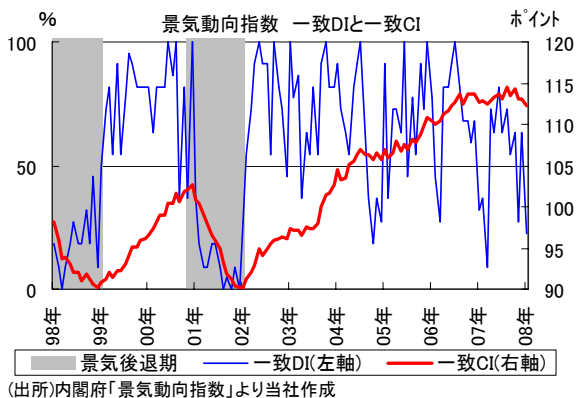
**〇10-12月期法人企業統計 (3月5日)**

10-12月期の法人企業統計では、設備投資(除くソフトウェア)の伸びが前年同期比7.3%減と、市場予想(同3.4%減)を大きく下回る結果となった。前期比でも2.7%減と2四半期ぶりにマイナスに転じたことから、3月12日に発表される10-12月期GDPの2次速報は下方修正される可能性が高まった。当Gが予想していたとおり、設備投資の勢いは弱まってきたが、足元の減速度合いは想定以上のペースとなっている。改正建築基準法の影響で建設投資が弱含んだことが一因と考えるが、経常利益の伸びが前年同期比4.5%減と、2四半期連続で前年割れとなったことが示すとおり、企業業績は悪化傾向にある。海外景気の減速が見込まれることもあり、今後も設備投資は弱めの推移が続く可能性が高い。



**〇1月景気動向指数速報 (3月6日)**

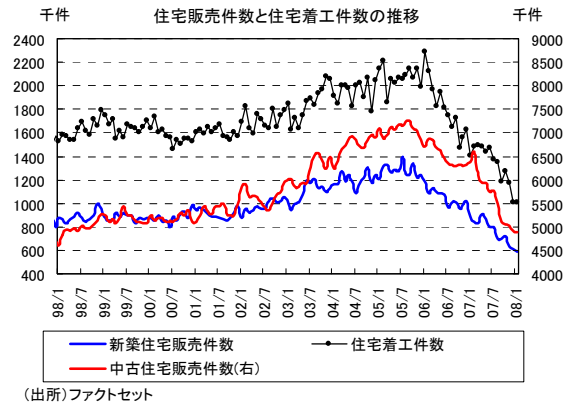
1月の景気動向指数は、景気の方角性を示す一致DIが22.2%となり、景気判断の分かれ目となる50.0%を2ヶ月ぶりに下回った。1月の鉱工業生産指数が前期比2.0%減と低調だったことが背景。2月の生産予測で弱気の姿勢が示されたことから、2月の一致DIも50.0%割れとなる可能性が高い。また、3月の一致DIも比較対象となる12月の生産が好調だったため、3ヶ月連続で50.0%割れとなる可能性が出てきた。景気量の感やテンポを表す一致CIも徐々にピークアウトしつつあり、足元で景気の基調は弱まっている。1月の景気動向指数は、国内景気の先行き不透明感を一段と高める結果だったといえる。



《米 国》

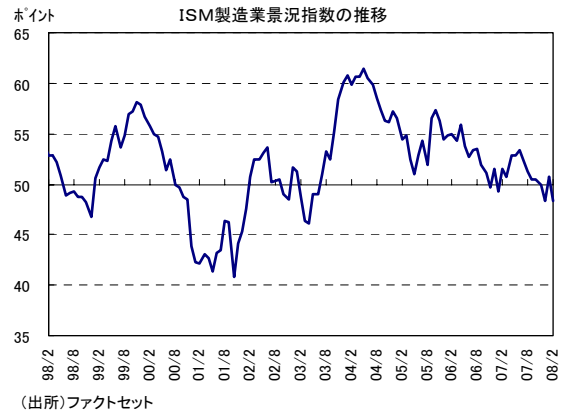
〇1月新築・中古住宅販売件数（2月25,27日）

1月の米新築住宅販売件数は前月比2.8%減と3ヶ月連続の減少。中古住宅販売も同0.4%減と6ヶ月連続で減少した。ただ、いずれも減少幅は縮小している。新築の販売価格は前年比15.1%の大幅低下。中古の販売価格も同4.6%と5ヶ月連続で低下した。新築の在庫/販売比率は9.9ヶ月分と依然高水準だが、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。住宅着工件数は、前月比0.8%増と小幅反発したものの、基調を示す一戸建ては10ヶ月連続で減少した。米住宅市場の減速基調はしばらく続きそうだが、新築販売件数と着工件数は、過去に何度か経験した大底水準に近付きつつある。価格の低下、金利の低下、所得の増加が重なって、割高感も薄らいできていることから、年終盤には底打ちに向かう可能性があるともみている。



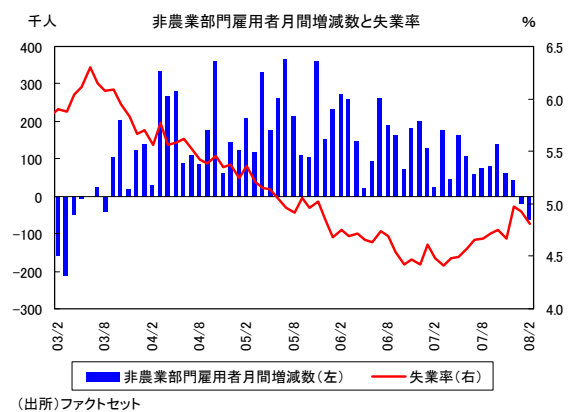
〇2月ISM製造業景況指数（3月3日）

2月の米ISM製造業景況指数は、1月から2.4ポイント低下し、50.7→48.3ポイントとなった。市場予想（48.0、ブルームバーグ調査）は上回ったものの、景気拡大と縮小の境目とされる50ポイントを再び下回った。今回は生産指数の反動減を始め、各項目とも低下。新規受注指数は小幅低下にとどまったものの、水準は50ポイントを下回っており、海外からの受注も弱まったと考えられる。在庫指数は再び低下。企業は在庫積み増しには慎重姿勢を維持している模様。雇用指数は2ヶ月連続で低下し、製造業雇用者数の減少傾向が続く見込み。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。景気の先行き不透明感から企業は慎重姿勢を強めており、目先の設備投資の勢いは弱まると予想される。



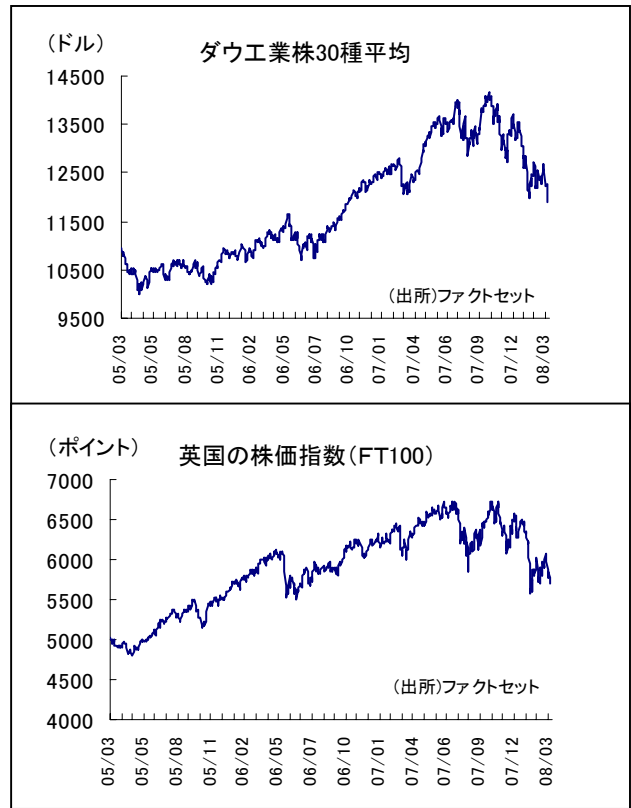
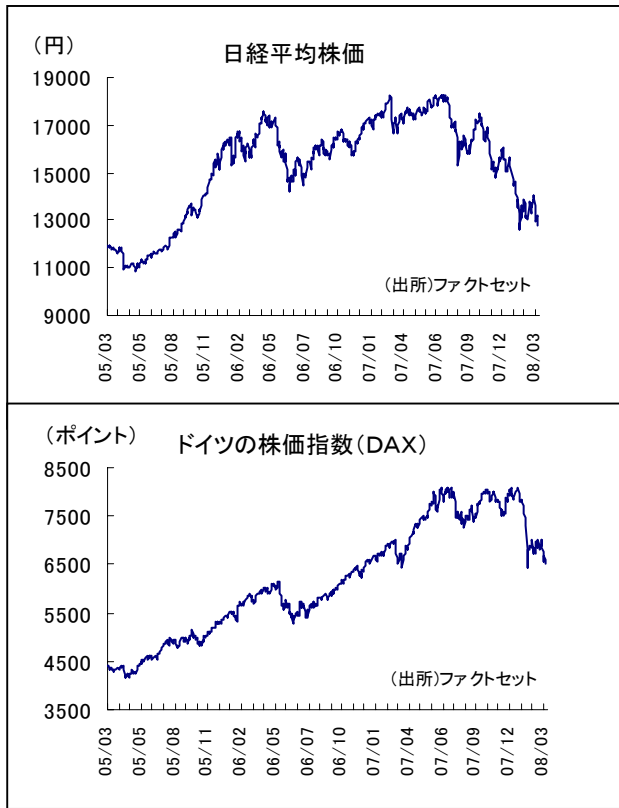
〇2月雇用統計（3月7日）

2月の非農業部門雇用者数は前月比6.3万人減と、市場予想（2.3万人増、ブルームバーグ調査）を大きく下回り、2ヶ月連続の減少となった。業種別にみると、引き続き製造業や建設業、金融業が減少したほか、小売業も12月以降は減少傾向。専門・企業サービスは減少幅が拡大し、12月までの堅調な姿を失っている。一方、教育・医療、娯楽・宿泊、政府部門は堅調さを維持した。失業率は4.9%から4.8%に低下したものの、これは労働参加率が低下した影響が大きく、失業者の一部が職探しをあきらめて労働市場から退出したことを物語っている。平均時間給は依然高めの伸びだが、物価上昇率を考慮すると、実質ベースでの個人消費の押し上げにはあまり期待できそうにない。今回の雇用統計は全体的に弱い内容であり、企業が雇用に関して慎重姿勢を強めていることが明らかとなった。雇用環境の軟化に伴って、目先の個人消費は減速基調を強めよう。

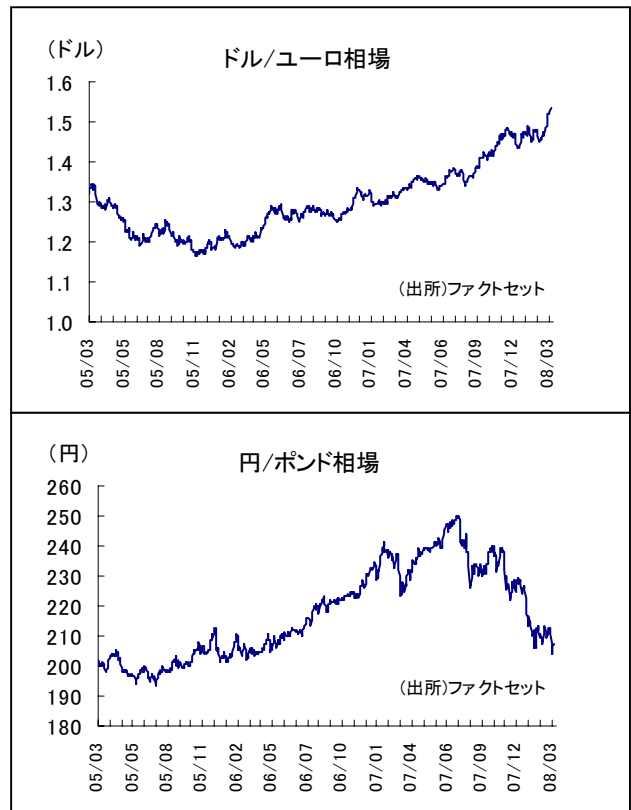
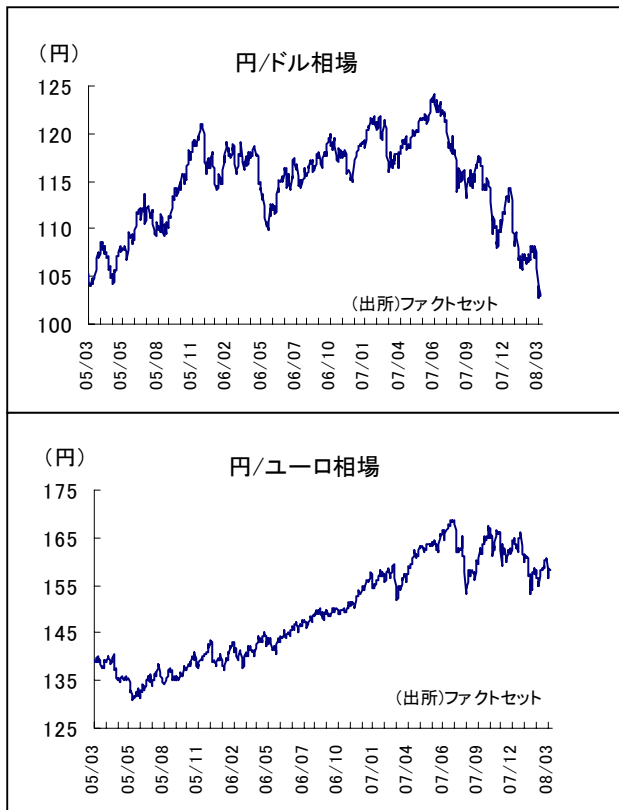


日米欧マーケットの動向 (2008年3月7日現在)

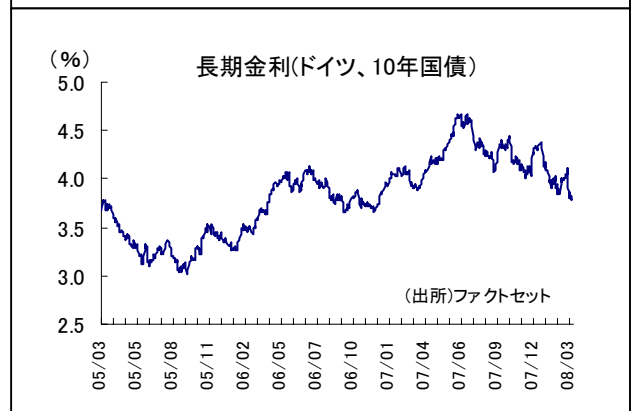
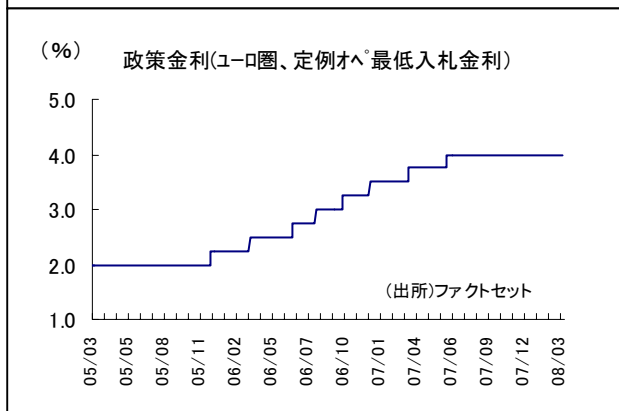
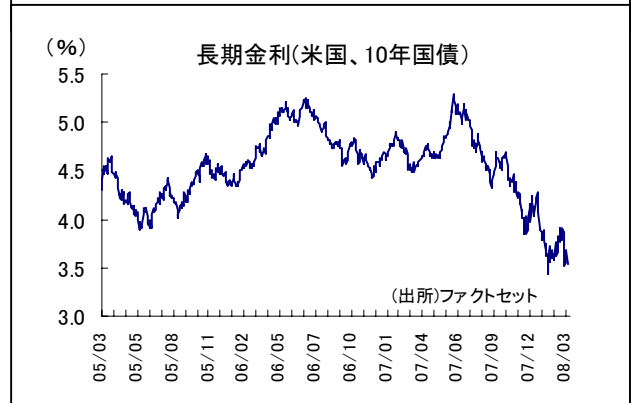
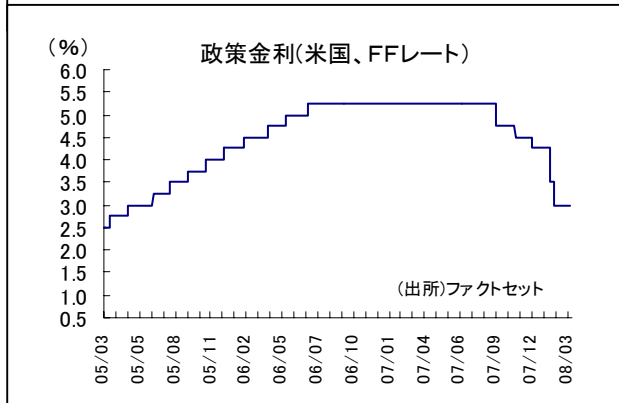
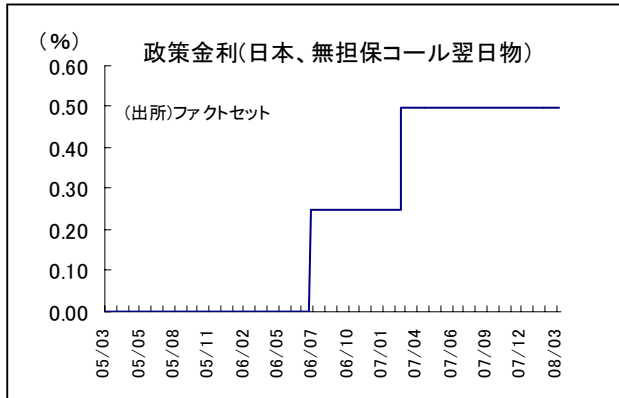
▽各国の株価動向



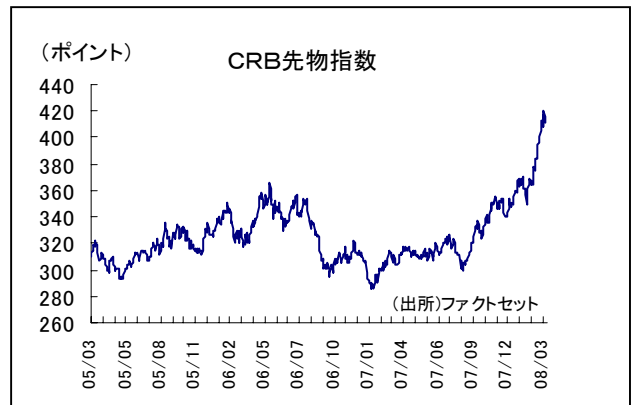
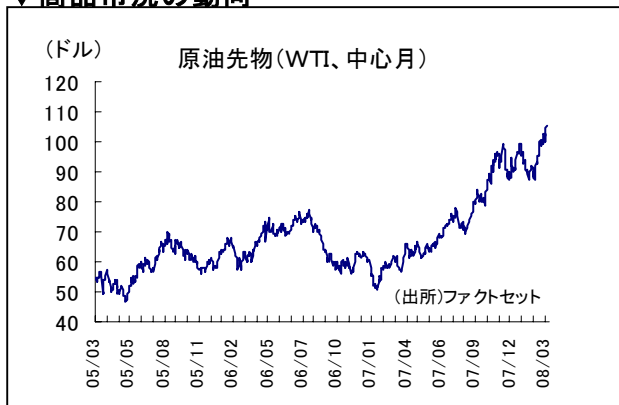
▽外為市場の動向



▽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