



明治安田生命

# 経済ウォッチ

2008年10月 第2週号

(原則、毎月第2週、4週発行) 2008年度 vol.13

## 〈フォーカス〉 米国の公的資本注入策に依然不透明感

G7で発表された行動計画を受け、主要各国の政府・中銀は、週明け以降相次いで金融危機克服に向けた具体策を発表している。銀行への公的資本の大規模な投入策を始め、銀行間取引の保証、証券化商品の時価会計の一時凍結、タム物金利の固定化など、さながら自由市場を否定するような勢いだ。

このところの米国当局の行動が、市場の動きに対し後手に回っていた印象は否めない。これまでは米国の強みであり、世界中から資本を引き付ける要因となっていた、民間主導の自由な市場取引を重視する風土が、こうした危機対応を要する局面では裏目に出ている形だ。元々公的関与の強い風土で金融市場が育った欧州の方が、議会や世論の拒否反応が小さい分、より迅速な対応が可能ということなのだろう。

米国当局は、本来は不良債権買い取りのためのスキームである金融安定化法を拡大解釈して、公的資金の投入を図る構えだが、今後さらなる資本不足が生じた時に効果的に機能するのかどうか、依然不透明感が強い。日本の例でもわかるとおり、金融機関は、経営責任や風評リスクを受け入れてまで公的資金の投入を申請するインセンティブを持たない。その意味で、経営陣の報酬制限や、5年後に損失が残った場合は金融機関に買い取らせる条項などが盛り込まれたのは、スキームを使いにくいものにしたという点で失敗だったかもしれない。

不良債権の買い取り価格の問題も残っている。たとえ合理的な公正価値の算定が可能だとしても、低ければ売り手が現れないと考えられ、要は価格水準がすべてである。体力のある金融機関はできるだけ処理を先伸ばししようとし、逆に、体力のない機関は、不良債権売却に伴う損失計上に耐えられず、どういう経営状態の金融機関にとっても、スキーム活用に向けた積極的なインセンティブがないということになりかねない。結局は、不良債権の買い取りに強制力を持たせ、それで資本が不足する場合は、公的資本を同じく強制注入するスキームでなければ、有効に機能しない可能性が高い。

米国議会は既に大統領選を前に休会に入っており、新たな立法措置を伴う新制度の導入は困難な状況にある。公的資金の増額はもちろん、景気対策や、住宅市場対策などを含んだ包括的な危機対策は中々打ちにくい。こうした点を市場が見切っている点も株価の上値を抑える要因だが、新政府が動き出すまでの時間稼ぎができるかどうか、年末まで綱渡りの状況が続く可能性もあろう。(Kodama wrote)

### 目次

〈フォーカス〉米国の公的資本注入策に依然不透明感……………	1	・さらなる法改正の影響が懸念される国内住宅市場……………	18
・経済情勢概況……………	2	・2008年度上半期の国内景気と金融市場を振り返る……………	20
・米金融安定化法成立から公的資本注入へ……………	4	・欧州へ拡大する金融危機……………	21
・各国中央銀行は取りうる政策を総動員……………	7	・中東欧はユーロ圏景気の下支えになるか……………	24
・2008-2009年度の日本経済のシナリオ(改定)……………	9	・注目されるマイクロファイナンス……………	26
・金融危機深刻化で日銀シナリオの変更が視野……………	11	・主要経済指標レビュー……………	28
・景気後退色が一層強まった9月日銀短観……………	15	・日米のマーケットの動向……………	32

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、後退局面入りした可能性が高まっている。

個人消費は、雇用者所得の増加を背景に緩やかながらも増加基調を維持している。ただ、今後は企業収益の悪化が見込まれることから所得環境の改善に大きな期待はできない。加えて、生活必需品の値上がりで家計の実質購買力が低下していることもあり、個人消費は緩やかな増加にとどまろう。

住宅投資は、改正建築基準法の影響一巡で持ち直しの動きがみられるものの、法改正前の水準にいままだ到達しておらず、低調な推移が続いている。今後もマンション在庫の積み上がりなどから、弱めの推移が続く可能性が高い。

設備投資は、期待成長率の低下などを背景に減速している。今後も、企業収益の鈍化が予想されることから、減速基調が続くと予想する。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。今年度予算でも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、新興国向けが堅調に推移していることから緩やかながらも増加基調が続いている。しかし、世界景気は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来年度後半以降と予想する。足元の生産は弱含んでいる。今暫く米国景気の減速が続くと予想されることから生産活動は弱めの推移が続こう。

国内企業物価はこれまでの国際商品市況高の影響で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、商品市況高を背景にプラス幅が拡大している。ただ、これまでの上昇ピッチがあまりに急だったこと、世界景気の減速を背景に商品需給が幾分緩和していることなどから、今後年度後半以降は上昇ペースが徐々に鈍化しよう。

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機関の損失拡大懸念市場の混乱、減税効果の弱まりなどから、減速基調が続いているを強めている。しかし、原油価格が調整色を強めていること、新興国向け輸出の堅調な底堅い推移が予想されること、住宅市場の底打ち、金融機関への公的資本注入を含めた積極的な財政・金融政策などから大幅な減速は避けられ、2009年の半ば後半以降は堅調な景気拡大ペースを取り戻す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いる。おり、減税効果はも既に薄れつつあるものの、金融市場の落ち着きや住宅市場の底打ちもが予想されることから、個人消費の拡大ペースは回復に向かうのは2009年の半ば以降徐々に速まろう後半からとなろう。

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、減速ペースは和らいできている。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、年末以降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、新興国向け輸出に伴う需要が堅調な底堅いことや、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、底堅さは維持されよう。

景気減速基調が続くうちは、賃金の伸びも抑制され、需給ギャップ面からコアインフレが加速する展開は考えにくい。FRBはインフレ金融市場の動向と景気下振れリスクの両にらみでを注視し、しばらくは様子見姿勢を続けるが、景気回復が明確となり始める来年6月には利上げに転じると予想する。10月8日の協調利下げ後も、さらなる追加利下げを行うと予想する。

**欧 州**

ユーロ圏経済は、ユーロ高や原油・食品高、金融不安、米国景気の減速、利上げの累積的効果などが重なったの影響で、減速基調が鮮明になってきた。フランス・イタリア・スペインは既に悪化、牽引役だったドイツも減速してきた。当面はインフレ率が高水準で推移することが予想されるため、年内はECBが利下げを行うのは難しい。欧州の金融機関の経営不安も深刻化してきていることから、景気の停滞が長引く可能性が高い。しかし、金融不安が解消に向かうと共に、米国景気が持ち直すのを受け、来年半ば以降は徐々にユーロ圏景気が堅調な拡大ペースを取り戻そうするのは、2010年以降となる。

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。に加え、改善が続いていた失業率も、ここにきて足踏み状態になって上昇に転じており、消費の回復は来年後半まで後ずれする可能性が高い。しばらくは減速基調が続こう。

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。ただし2010年以降には、米国景気の持ち直しを受けた外需の復調により、来年半ばには底堅さを取り戻そう。

ECBは10月に、米・英中銀と共に50bpの協調利下げを行った。景気下支えよりもインフレ警戒を優先し、7月に25bpの利上げを行ったが、年内は様子見姿勢を維持し、原油価格の低下からECBのインフレ警戒も弱まりつつあり、が弱まると思われる2009年前半には、計2回50bp。今後も年末年始にかけてさらに追加利下げを行うと予想する。

## 米金融安定化法成立から公的資本注入へ

### 米金融安定化法は下院で一旦否決後、成立

9月29日、公的資金による不良資産買い取りを柱とする金融安定化法案は、下院にて賛成205票、反対228票で否決された。上院では議会からの修正点を盛り込んで合意に至っていたものの、11月4日の大統領選・議会選が近づくと、「これまで巨額の報酬を得てきたウォール街を税金で救済するのか」といった、納税者からの強い反発に配慮せざるを得なかった議員が共和党中心に多かった模様だ。

市場では法案可決を織り込んでいただけに、29日の米国株価ははしごを外されたように大幅下落となった。この株価急落を受け、逆に有権者から議員宛てに「なぜ否決したのか」といった抗議の電話が殺到したという。また、資金繰り難に直面する地元中小企業経営者からの突き上げも強かった模様だ。上下院議員とも早急に法案練り直しに向けて動き、合意可能な妥協策を探った。

調整を経た後、法案は10月3日の下院にて、賛成263、反対171で成立に至ったが、もともと上院での修正を盛り込んでいた上に、さらなる修正を余儀なくされた。当初財務省が示した内容に比べて、予算面や運営面で制約的な内容となったことで、実効性については懐疑的な見方が残っている。

#### 【金融安定化法の概要】

- ・ 不良資産の買取枠は総額7,000億ドル。
- ・ 当初は2,500億ドルを支出し、状況に応じて更に1,000億ドルを支出。
- ・ 残りの3,500億ドルは議会による承認を経て支出。
- ・ 政府は金融機関から新株引受権を取得し、金融機関の業績が回復した時に納税者に利益還元。
- ・ 経営陣は報酬制限の対象となる。ゴールデンパラシュート（退任時の高額退職金）も禁止。
- ・ FRB議長やSEC委員長などによる監視委員会を設立。
- ・ 購入から5年後において損失が発生した場合は、金融機関が納税者負担を補填。
- ・ 預金保護枠の上限を10万ドルから25万ドルに拡大。
- ・ 時価会計を凍結する権限をSECに付与。
- ・ 返済期間の延長など住宅ローンの条件を見直し。
- ・ 個人および企業に対し、約1,500億ドルの減税を実施。

制度の柱となる不良資産の買い取り策が機能するには、買い取り額の問題が残る。金融機関側が複数の買い取り希望額を提示する「逆入札」方式となるが、政府が高く買えば納税者負担が増すことになり、議会や国民からの反発が予想される。かといって安く買えば、金融機関は損失の拡大を恐れて資産売却を躊躇する可能性がある。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、適正価格での買い取りが進むかどうかはなかなか難しい。

### 最終的には公的資本注入が必要

また、不良資産の買い取り策によって、これ以上の資産価格低下による金融機関の損失の累積的な拡大は防止できても、根本的な資本不足が解消されるわけではない。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ため、最終的には金融機関への公的資本注入が求められる。貸し渋りが解消しないようであれば、資本注入した金融機関には、企業および個人向け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必要かもしれない。

税金による金融機関救済に反発する街頭デモはいまだに絶えないようだが、抜本的な金融システム安

定化策の導入をためらえば、後々多くの金融機関の連鎖破綻や金融システム全体の崩壊につながり、預金保護もままならず、結果的に国民負担はもっと大きなものになりかねない。政府として、この辺はもう少しきちんとして国民に説明する必要があるだろう。日本の例でも、かつて公的資金投入の際には反対論が強かったが、銀行に注入した公的資金の多くは返済され、整理回収機構や産業再生機構が買い取った不良債権は後々売却益も出ていたのである。

金融安定化法は不良資産の買い取りが本来の目的であるが、解釈によっては、金融機関の株式取得による公的資本の注入が可能とされる。規模的に十分とはいえないかもしれないが、より大規模に一斉資本注入を実施するには、新政権発足後に議会との調整・立法化が必要となる。したがって、まずは金融安定化法に基づいた対応となる。

また、主要国中央銀行は協調して大量の流動性供給を行ってきたが、10月8日、米欧6中銀は協調利下げに踏み切った。ここで協調姿勢を示したことは大きな一歩だったが、市場では公的資本注入を催促するように、株価の下落基調は止まらなかった。

### G7は行動計画で強い意志表示

10月10日のG7では、通常のコミュニケーションの発表は見送られ、金融市場の安定に向けた5項目の「行動計画」が発表された。信用市場回復のためにあらゆる措置をとるとし、各国の強い意志が共有されている。

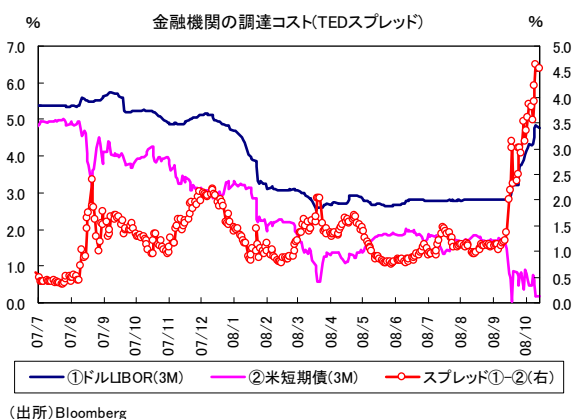
#### 【G7 行動計画の骨子】

G7は10日、現下の状況は緊急かつ例外的な行動を必要としていることに同意する。我々は世界経済の成長を支えるため、金融市場を安定させ、信用の流れを回復するために共同して作業を続けることにコミットする。我々は以下のことに同意する。

- ①金融システム上重要な金融機関の破綻回避へ断固たる行動をとり、あらゆる手段を活用。
  - ②信用市場および短期金融市場の機能を回復し、金融機関が流動性と調達資金を確保できるよう必要な手段を講じる。
  - ③銀行など金融仲介機関の信認回復に向けて、公的資金と民間資金の双方で資本増強できるようにする。
  - ④各国の預金保険・保証制度が、頑健で一貫しているようにする。
  - ⑤住宅ローン担保証券など証券化商品の流通市場を再開させるために行動する。資産の正確な評価や、透明性の高い開示など一貫した実施が必要。
- この他、必要かつ適切な場合には、マクロ経済政策上の手段を活用する。

ただ、資本注入の時期や規模など、具体策の実施は各国に委ねた形となった。金融機関の短期資金調達コストを示すTEDスプレッド（銀行間取引金利であるLIBORと短期国債利回りとの差、図表参照）は拡大したままだが、短期金融市場の流動性確保のための銀行間融資の政府保証などでは、各国間の温度差も残った。

計画だけでなく、具体的な行動に移さなければ、市場に再び失望感が広がる場所であったが、その後13日には、欧州各国で金融機関への資本注入や銀行間取引に対する政府保証といった具体策が相次いで発表さ



(出所) Bloomberg

れた。各国の足並みが揃い始め、米国でも14日、金融安定化法に基づいた資本注入などの具体策が発表された。まずは年内に当初の2,500億ドル枠全額を資本注入に使う計画だが、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。公的資金の枠が不足し、さらなる追加策が必要となる可能性は小さくない。(担当：高橋)

【最近の金融市場の動き】

- ・今年3月以降、各種流動性供給策を矢継ぎ早に導入(入札方式による資金供給(TAF)、証券会社向けの公定歩合貸出(PDCF)、証券貸出制度(TSLF)での担保範囲の拡大など)。
- ・3/24、大手証券ベアー・スターンズの実事実上の救済(FRBがJPモルガンに290億ドルの買収資金を融資)。
- ・7/21、SECがファニーメイとフレディマックを含む19金融機関の株式の空売り規制開始。
- ・7/30、ファニーメイとフレディマックに対し、①FRBによる公定歩合貸出枠の設定、②財務省による緊急融資枠の設定、③財務省による公的資本注入検討、法案成立。
- ・9/7、ファニーメイとフレディマックを政府管理下に置き、優先株による公的資本注入を決定。
- ・9/15、リーマン・ブラザーズが破綻(連邦破産法11条申請)。
- ・9/15、バンク・オブ・アメリカがメリルリンチを買収。
- ・9/15、証券会社向けの公定歩合貸出(PDCF)の担保範囲拡大。証券貸出制度(TSLF)の担保範囲拡大、および実施頻度と実施規模の拡大。
- ・9/16、AIGに対して最大850億ドルのつなぎ融資を決定。
- ・9/16～、日米欧の金融当局が、それぞれ資金供給を拡充。
- ・9/17、SECが全銘柄の株式について空売り規制を強化。
- ・9/18～、財務省・FRBと米議会が不良債権買取策についての協議開始(金融安定化法案)。
- ・9/19、日米欧6中銀協調でドル資金を緊急供給。
- ・9/19、SECが金融株799銘柄について空売り全面禁止を導入。～10/2まで → 10/17まで延長。
- ・9/19、MMFを保護する総額500億ドルの基金を創設。
- ・9/21、証券大手のゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーが銀行持ち株会社へ。
- ・9/25、ワシントン・ミューチュアルが破綻。預金業務などはJPモルガンが買収。
- ・9/29、米下院で金融安定化法案が否決。NYダウ、史上最大の777ドル下げ。
- ・9/29、FRBはターム物資金入札制度(TAF)の供給額を3倍に拡大。
- ・10/3、金融安定化法案が新たな修正を盛り込んだ上で可決、成立。
- ・10/3、ウェルズ・ファーゴがワコビアを買収。シティからの買収提案は破談に。
- ・10/6、FRBは銀行が預ける準備預金に利息を付与し、市場へ潤沢に資金供給するための原資を確保。
- ・10/6、FRBはターム物資金入札制度(TAF)の供給額をさらに倍増。最大9,000億ドルに。
- ・10/7、FRBがCPの買い取りを発表、一般事業法人の資金繰りを支援。
- ・10/7、FDICが金融機関から徴収する預金保険料を引き上げ。
- ・10/8、米欧6中銀が協調利下げ。アジアや中東なども利下げ。
- ・10/10、G7にて金融安定化に向けた5項目の「行動計画」を発表。
- ・10/13、日米欧5中銀、担保範囲内で無制限にドル資金供給。
- ・10/13、欧州各国が相次いで公的資本注入などの具体的策を発表。各国で株価が大幅上昇。
- ・10/14、米国も金融安定化法に基づき、公的資本注入などの具体策を発表。

## 各国中央銀行は取りうる政策を総動員

### 主要6中銀が0.5%の協調利下げを実施

米国、ユーロ圏など、主要6ヶ国・地域の中央銀行は、日本時間の8日、協調して政策金利を0.5%引き下げることを発表した。参加したのは、FRB、ECBのほか、イギリス、カナダ、スウェーデン、スイスの各中央銀行で、中国、UAEも同時に利下げを発表している。香港、クウェートも6中銀の前に利下げを発表、前日の7日には、豪州が100bpの大幅利下げを発表したばかりであった。

日銀は参加していないが、その理由として、政策金利の水準が既に極めて低く、緩和的な金融環境が維持されていること、また、金融市場が欧米と比べ相対的に安定した状態にあることの2点を挙げている。白川総裁は7日の定例会見で、「金融政策については、効果波及のタイムラグを考えながら、各国の経済・物価情勢に照らしてそれぞれが有効と判断する金融政策を実行していくことが適当である」と、協調利下げの可能性を否定していたが、少なくとも日本は加わらなかったという点で、発言にうそ偽りはなかったわけだ。

### 日銀の「無罪放免」はやむを得ず

筆者は、協調利下げが行われるとしても、週末のG7の場で発表される可能性が有力と考えていたが、タイミング、0.5%という利下げ幅とも予想外だった。8日の日経平均の952円安という暴落は、主要国に週末まで待つ余裕を与えなかったということだろう。また、元々日本が参加する予定がなかったとしたら、市場に足並みの乱れを印象付けなくて済むという点で、発表の場はむしろG7でない方が望ましい。

市場へのアナウンスメント効果だけ考えれば、日銀も参加した方が効果があっただろうが、もし日銀が参加していたら、再びゼロ金利に逆戻りしていたところで、これでは日銀のみ「無罪放免」扱いとなってもやむを得ないところだ。今後の金融市場の動向次第では、日銀も利下げに踏み切る可能性は捨て切れないが、政策金利の下げ余地を考えればやはり協調行動は取りにくい。

### 日銀は当預制度の運用の工夫を検討

日銀は協調利下げには参加しないものの、当座預金制度の運用を含めて金融調節面で改善を図る方策を検討するとしている。新聞報道によれば、FRBのような準備預金への付利を予定している模様だが、日本は米国のように、中央銀行の種々の資金供給策が政策金利への過度な低下圧力となり、もう一方の手で資金吸収を余儀なくされるような状況とはなっておらず、国内事情だけ考えれば日銀当座預金に付利する必要には迫られていない。あくまで国際協調、および予防的措置との意味合いが強いようだ。日銀当座預金に付利することにより、日銀にとっては短期市場に負担をかけずに、当座預金を積み上げ、必要な方面へより機動的な資金供給を実施することが可能になる。これはあくまで短期金融市場の調節対策であり、金融緩和効果を期待するゼロ金利下の量的緩和策とは性格が異なる点には注意しなければならないだろう。当預残高を積み上げることで、金融市場や実物経済へのマネー染み出しを狙うゼロ金利下の量的緩和とは異なり、インターバンク市場から資金を吸い上げる結果に繋がる可能性があるという点で、方向が逆となる。

### 協調ドル供給策を一段と強化

流動性供給という観点からは、各国中銀は10日のG7を受け、協調ドル供給策を一段と強化している。日米欧などの10中央銀行は、既にドル資金の協調供給総額を6200億ドルまで増額していたが、13日は、FRBとECB、BOE、SNB(スイス国立銀行)との間で、スワップ協定の上限を来年4月末まで撤廃、米ドル

資金入札（7日物、28日物、84日物）を、入札額に対しては全額供給するとした。あくまで適格担保の範囲内ではあるが、これでドル資金の「無制限」供給が可能になったことになる。

ポイントは固定金利である点だ。銀行間取引金利が高止まりしている現状に鑑み、ついには市場機能を一時的に封殺してまでターム物金利を強制的に押し下げる措置を打ってきたという点で、かなり思い切った策と言える。短期金利の高騰で、インターバンク市場が既に崩壊しつつある現状に鑑みれば、やむを得ないということだろうが、まさに金利自由化の歴史に逆行する措置である。14日には、日銀も同じ枠組みへの参加を表明した。信用不安解消に向け、主要中銀は市場に力強いメッセージを送り続けていると言えよう。

各国の中銀は声明で、「各中銀は協調を続けるとともに、短期金融市場における十分な流動性を供給するため、あらゆる必要な措置を行う用意がある」と強調している。状況次第では、今後適格担保基準の一段の引き下げが図られる可能性もあるだろう。各国の中央銀行は、目下とりうる政策を総動員しており、今後の短期市場の安定に繋がることを期待したいところだ。

もちろん、中央銀行の政策は、足元の世界的な金融危機を本質から改善に導くものではない。あくまで対症療法であり、逆に、中央銀行にできるのはここまでが限度である。金融危機を抜本的な解決に導くためには、不良債権の早期処理と、そのための資本増強が不可欠であり、その意味でボールは政府サイドにある。

### 金融危機ピークアウトで逆にドル安か

先週までの為替市場では、対円でじりじりとドル安が進んでいた。米国の金融市場の悪化と利下げ観測に加え、各種の流動性供給策を通じてFRBのバランスシートが着実に悪化している点を投資家は懸念し始めているように見える。とは言っても、対円以外ではおおむねドル高であった。ドルを持ちたくなると言っても、欧州系金融機関の経営への不透明感が増す中でまさかユーロやポンドは積極的に買えず、資源国通貨も総崩れ、原油も既に急落しておりで資金の受け皿にならずという環境で、警戒すべきはドル暴落よりも、円独歩高のようだ。

短期市場の流動性が枯渇し、世界中の金融機関が血眼になってドル調達に腐心している現状を考えれば、目先はドルは下がりにくい状況が続くだろう。ただし、やや気が早いのが、金融危機がピークアウトすれば、既にジャブジャブに供給されたドルが一転してドル売り圧力となる可能性はある。世界中の中央銀行が協調して大量のドル供給を行っていることから、これを機動的に吸収できるかどうかの出口戦略が問題となる時がいずれ訪れるだろう。2009年は、たとえ米国景気が回復に向かっても、ドルは軟調推移が続くかもしれない。（担当：小玉）



## 2008—2009年度の日本経済のシナリオ（改定）

当Gでは、金融市場を巡る環境の激変に鑑み、年度始に想定していた2008—2009年度の経済見通しのシナリオを改訂。経済成長率等の具体的な数字に関しては、来月中旬にプレスリリース予定の経済見通しで改めて提示の予定。なお、今後の金融市場の動向次第では、プレスリリースまでに再度シナリオの再検討を行う可能性を留保。

## メインシナリオ:2009年度後半に底打ちも回復ペースは緩慢（示現確率 60%）

日本経済は既に昨年末以降、後退局面に入っているとみられるが、2009年度以降も、金融危機の深刻化の後遺症や、世界的な景気後退局面入りの影響で、しばらくは回復の足掛かりを得られない状況が続こう。ここまで唯一のけん引役だった輸出の大幅鈍化が避けられないほか、足元までの交易条件の悪化や円高の影響で、2008年度の企業収益は大幅減益が確実な情勢。2009年度前半も収益環境は厳しい状況が続き、雇用・所得環境は持続的に悪化、個人消費もさらに減速基調を強める。

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、住宅瑕疵担保履行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。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かせとなり、2009年度前半にかけ減速度合いを強める。公共投資は、景気対策に積極的な政府方針のもと、削減方針が多少緩められる可能性はあるものの、大幅増加には至らず、横ばいから小幅の減少にとどまる。

内外需とも総じて冴えない展開が続くと考えられるものの、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継続の効果もあって、雇用、設備、債務などの過剰感はいまだに大きく高まっていない。金融機関の経営状態が欧米に比し良好なこともあって、日本経済は景気下押し圧力への耐性を備えていると考えられ、景気後退の深さは深刻なものにはならないとの見方は維持する。2009年度後半には、米国経済が、金融機関への公的資本投入や、住宅価格の下げ止まり、積極的な財政・金融政策の効果などから、徐々に持ち直しに向かうと考えられることや、原油価格下落に伴う交易条件の改善が徐々に景気にプラスに効き始めると予想されることで、日本経済も底ばいからゆっくり底離れの時期を探る展開となる。

もっとも、米国景気の回復ペースは極めて緩慢なものにとどまる。株価や住宅価格下落による逆資産効果が個人消費の下押し圧力として残ること、企業も積極的な投資を控え、バランスシート調整的なスタンスを強めること、資産内容が大きく劣化した金融機関は、対家計・対企業とも厳しめの融資態度を維持すると考えられることなどがその理由。日本の景気は2009年度の半ばから後半に谷をつけると予想するが、2009年度中は日米とも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く。

日銀は、利下げには消極的なスタンスを維持しているが、金融市場の動向次第では利下げに踏み切る可能性は残る。景気が底打ちに向かったとしても、利上げの時期は2009年度の後半以降にずれ込む。

## &lt;相場見通し&gt;

株価:米国において金融機関への公的資本投入策に向けた議論が進んだこともあり、2008年末までには底打ち。ただし、2009年以降も景気や金融問題への先行き不透明感が残ると考えられることから、上値の重い展開が続く。

金利:目先はインフレリスクの後退や景気への懸念から低下余地を探る展開。再度1.3%台まで下がる可能性も。2008年度末にかけてはゆっくりと水準を切り上げるとみるが、その後の上昇ペースは鈍く、2009年度末まで1%台後半の推移が続く。

為替:米欧通貨ともに買い材料に乏しく、目先は円独歩高のリスク。ただ、各国の金融危機対策が有効に機能し始めることで、2008年度末にかけてドル、ユーロともやや買い戻される。2009年度は、世界景気の底打ちとともに、やや円安が進行する展開を予想。

### サブシナリオ1:金融恐慌的色彩を強める(示現確率 20%)

金融危機に対する各国の対応が後手に回り、金融危機が次第に金融恐慌の様相を呈する事態に。金融機関の破たんが続き、信用市場は崩壊。株価は暴落し、長期金利は急低下。FRBは政策金利をゼロ近辺まで引き下げ。日本もゼロ金利、あるいは量的緩和政策への逆戻りを余儀なくされる。世界的に景気後退が深刻化し、グローバルデフレの危機。2009年度中は景気回復の兆しが見えない状況が続く。

株価:日経平均は過去最低の7603円を割り込む。2009年度中は10,000円を超えられず。

金利:目先は1.2%前後まで低下。2009年度中は1%台前半の推移。

為替:ドル、ユーロとも下落で円独歩高。

### サブシナリオ2:2009年度始から早めの回復(示現確率 15%)

金融危機脱却に向けた抜本策が打たれることで、先進国の株価がV字型回復に向かう。米住宅市場も、既に底を打っていたことが明確となり、企業マインド、消費者マインドとも大きく改善する。クレジットクランチ、キャピタルクランチの後遺症が残ることから、米国景気の方はV字型回復とまではいかないものの、2009年前半には潜在成長率レベルの成長に回復。世界的な景気回復に伴い、日本の景気も2009年度始から回復の兆しが見え始め、2009年度後半は、日米ともに潜在成長率を上回る推移となる。

<相場見通し>

株価:2008年末以降V字型回復。2009年度も堅調推移。

金利:2008年末以降反転上昇。2009年度は2%到達。

為替:2008年末以降、対ドル、対ユーロとも円安が進む。

### サブシナリオ3:スタグフレーション(示現確率 5%)

物価上昇率が高止まるも、各国とも大幅な金融緩和を実施した結果、人々のインフレ期待が高まり、景気がさほど明確な回復に至らないうちに、インフレ率が上昇、経済がスタグフレーションの様相を強める。日銀はインフレ抑制を優先し利上げスタンスに転じざるをえず、大幅利上げでインフレ抑制に成功しても、その後のインフレ率低下の過程で痛みを伴う調整を余儀なくされる。

<相場見通し>

株価:金融危機収束の過程でいったん上昇も、インフレ率上昇により再度軟調な推移に。

金利:インフレ期待でいわゆる悪い金利上昇へ。

為替:米国もスタグフレーションで、為替はドル安方向。

(担当:小玉)

## 金融危機深刻化で日銀シナリオの変更が視野

### 先行きの見方を下方修正

日銀は、10月6、7日に実施された金融政策決定会合において、政策金利を0.5%で据え置くことを全会一致で決定した。会合後に発表された声明文、「当面の金融政策運営について」によると、まず景気の現状判断は、過去の景気後退局面でも用いた「停滞している」のまま、3ヶ月連続で据え置かれた（文末の別表参照）。ただし、先行きの見方については、「海外経済の減速が明確化するもとの、こうした状態が続く可能性が高い」と、停滞が長期化するリスクが増したとの認識が示されている。

また、「次第に緩やかな成長経路に復していく」という結論は従来と同じだが、この文の前に「不確実性が大きいものの、やや長い目でみれば」という、いわば二重の予防線が追加され、日銀がこれまでの景気シナリオの実現性にやや自信を失いつつある様子が示されている。

金融市場の動向については、8月の、「国際金融資本市場は不安定な状態が続いている」から、9月は「国際金融資本市場は不安定さが増しており」へ、そして今回は、「米欧の金融機関の破綻などを背景に国際金融市場の緊張が高まっており」へと、段階的に警戒感が強められた形だ。

「やや長い目でみれば」という時間軸がどのくらいを指すのかという点は、声明文からは明らかではないが、白川総裁はその後の会見で、「現在、十分な議論を行っているが、さらにこの議論を深め、今度の展望レポートでもう少し明らかにしてお伝えしたい」と、詳細な判断は次回の展望レポートに先送りする姿勢を示している。

### リスクバランスの修正も含みをもたせる

先行きの金融政策を予想するうえでは、景気判断の修正の有無はもちろん大事だが、物価の上振れリスクと景気の下振れリスクのリスクバランスが変化したかどうかという点がより重要となる。白川総裁は、今回は両方向のリスクはバランスしているとのスタンスを崩さなかった。ただ、会合後の声明では、景気判断を大きく下方修正したほかに、インフレリスクがやや後退したと受け止められる表現も目立っていることから、リスクバランスが中立と主張するのはやや無理がある状況となりつつあるのは確かだ。記者からは、「7月の講演で景気の下振れと物価の上振れへの目配りのウェイトについて発言され、当時はフィフティ・フィフティとおっしゃったが、それが動いたのか。動いたのであれば数字はどうなるのか、うかがいたい。」と、より具体的な数字で示すよう求める質問も出た。白川総裁は、「50対50という場合、51ではなくて正確に50、あるいは49ではなくて50だということを申し上げたわけではなくて、要するに双方のリスクに目配りが必要だということ」と述べ、直接的な回答を避けている。微細な確率の変化はいちいち声明に反映させない姿勢を示したと考えられるが、「もちろん時間がたてば微妙にウェイトのかかり方が変化することはその通りだが、その点はさらに入念に点検して今度の展望レポートで我々の判断を示したいと思う。」と、やはり次回の展望レポートでの変更も含みをもたせている。

月末に発表される次回の展望レポートでは、第1の柱における日銀のメインシナリオが下方修正され、上振れリスクよりも下振れリスクにより警戒が必要な状況であることが、よりはっきりとした表現で示される可能性が高まっているといえよう。ただし、第2の柱から見た場合の、「緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスク」は残すことで、当面は据え置きスタンスを続ける姿勢を示すものと見られる。

### まだわかりにくい「2つの柱」の区別

やや余談になるが、最近の白川総裁のコメントを聞く限り、第1の柱と第2の柱の区別にまだわかりにくい点が残っているように思う。白川総裁は、第2の柱から見たリスクとして、世界的な株価の下落や信用不安を挙げているが、これらはまさに世界経済が今直面している問題であり、当初の2つの柱の趣旨を文脈どおりに解釈すれば（下表参照）、第1の柱の枠組みの中で論じるテーマのような気がしないでもない。第1の柱における、向こう1～2年の経済見通しを点検する過程でも、当然上下両方向のリスクの考慮は必要になるはずだ。第2の柱で点検する内容は、右表のとおり「長期的な視野を踏まえ」という点と、「発生の確率は必ずしも大きくないものの」という2点がポイントではなかったのだろうか。2本の柱の枠組みの導入当初に聞いた日銀幹部の講演でも、「第2の柱で論じるリスクは、メインシナリオの周辺に分布しているリスクではなく、かなり極端なシナリオ」と聞いたのを覚えている。金融危機シナリオは、まさにメインシナリオの周辺に位置するシナリオである。

(参考)2つの柱の考え方(2006/3/9の日銀発表資料より抜粋)

金融政策の運営方針を決定するに際し、次の2つの「柱」により経済・物価情勢を点検する。

第1の柱では、先行き1年から2年の経済・物価情勢について、最も蓋然性が高いと判断される見通しが、物価安定のもとでの持続的な成長の経路をたどっているかという観点から点検する。

第2の柱では、より長期的な視点を踏まえつつ、物価安定のもとでの持続的な経済成長を実現するとの観点から、金融政策運営に当たって重視すべき様々なリスクを点検する。具体的には、例えば、発生の確率は必ずしも大きくないものの、発生した場合には経済・物価に大きな影響を与える可能性があるリスク要因についての点検が考えられる。

金融危機により金融機関の資本が毀損されれば、長期的な成長力にもマイナスという意味かもしれないが、そうだとしてみてもわかりにくい。ほかでもない、枠組みの作成に携わっている白川総裁自身の発言であり、白川総裁の使い方が正しいのだろうが、いずれにせよ、2つの柱を通じたコミュニケーションはまだ改善の余地があるように思う。

### 米国の金融安定化法案の評価

米国の金融安定化法案の評価については、①金融機関のバランスシートから不良資産の価格変動リスクを遮断、②市場への不良資産の投げ売りによる価格のスパイラル的下落の防止、という2点で、金融安定化に向けた重要なステップとしたものの、「重要な部分について詳細がまだ必ずしも明らかになっていないため、あまり評価を決めつけることは適切でない」とも述べている。問題となっている不良債権の買取価格については、「わずかながらであっても、市場で行われた取引の価格をあくまでも重視すべきなのか、あるいは金融機関の理論価格を採用しているのかどうか非常に難しい問題」と述べた。

公的資金を利用した金融機関への資本注入の是非については、あくまで日本の経験から見た一般論としたうえで、「金融機関が不良資産処理の過程で自己資本を毀損した場合にはこれを速やかに回復し、十分な自己資本基盤を維持していくことが極めて重要」と述べたのに加え、日本の不良債権問題の教訓として、次の3点を挙げた。

- ①日本の金融システム問題の最大の原因は資本不足であり、資本不足の問題の解決なしには経済の本格的な解決は困難だったこと
- ②資本不足の額は実体経済と金融システムの相乗作用によって、時とともに膨らんでいくリスクがあること
- ③必要な資本の額は、ある段階で当局として判断を下さなければならない問題ということ

日本の経験についての個人的な感想という点は再三強調していたとはいえ、米国でも大胆な公的資本投入が必要であることを強く示唆する内容のように受け止められた。

### 協調利下げの可能性は否定したが

協調利下げに関しては、「金融政策については効果波及のタイムラグを考えながら、各国の経済、物価上昇に照らし、それぞれが有効と判断する金融政策を実行していくことが適当」と、引き続き否定的な考えを示した。白川総裁らしかったのは、「協調」の概念をわざわざ論理的に整理して説明した点である。すなわち、「金融政策での協調と言う場合、各国の経済・物価の状況からすると、本来は望ましくないことを協調して行うことが『協調』という言葉のニュアンスだと思うが、そういう意味での協調はむしろ望ましくない。たまたま各国が判断し、金利の変化の方向がそろったケースは協調という言葉で表現できるものではなく、そのような政策が適当と判断したにすぎないのだから、あえて『協調』という形容詞を使う必要はない」と述べた。

少なくとも、8日の協調利下げに日本は参加しなかったという点で、白川総裁の言葉にうそ偽りはなかったわけだが、6日中銀の行動は「たまたま」ではなく、まぎれもない「協調」利下げである。また、日銀にとっての利下げが、足元の日本経済の現状に鑑みて、望ましいか望ましくないのかも意見が分かれるところだろう。景気下振れリスクが上振れリスクを上回りつつある現状に照らし合わせれば、利下げは少なくとも望ましくない政策ではないように見えるが、かといって今すぐ行うべきかどうかも疑問というところだろうか。その意味で、「協調利下げ」という考え方はやはり「ありえない概念」ではない。

基本的には据え置き維持の可能性が高いと考えるが、今後の金融市場の動向次第では、日銀が25bpの小幅利下げに踏み切る可能性も3割程度は見ておく必要があるだろう。（担当:小玉）

(別表) 会合後の声明文「当面の金融政策運営について」の注目ポイント(下線部)

前回 2008/9/17	今回 2008/10/7
<p>1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。</p> <p>無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。</p>	<p>1. 日本銀行は、本日、政策委員会・金融政策決定会合において、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針を、以下のとおりとすることを決定した(全員一致)。</p> <p>無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0.5%前後で推移するよう促す。</p>
<p>2. わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高や輸出の増勢鈍化などを背景に、停滞している。先行きは、当面停滞を続ける可能性が高いものの、国際商品市況が落ち着き、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などから、足許+2%台半ばと90年代前半以来の高い伸びとなっている。先行きは、当面現状程度の上昇率で推移した後、徐々に低下していくと予想される。このように、わが国経済は、物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる。</p>	<p>2. わが国の景気は、エネルギー・原材料価格高の影響や輸出の増勢鈍化が続いていることなどから停滞しており、当面、<u>海外経済の減速が明確化する</u>もとで、こうした状態が続く可能性が高い。先行きについては<u>不確実性が大きいもの</u>、やや長い目でみれば、エネルギー・原材料価格高の影響が薄れ、海外経済も減速局面を脱するにつれて、次第に緩やかな成長経路に復していくと予想される。物価面では、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇などから、足許+2%台半ばと90年代前半以来の高い伸びとなっている。先行きは、当面現状程度の上昇率で推移した後、徐々に低下していくと予想される。このように、わが国経済は、<u>やや長い目でみれば</u>、物価安定の下での持続的な成長経路に復していくとみられる。</p>
<p>&lt;筆者コメント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・景気停滞の背景として、エネルギー・原材料価格高と輸出の2点を挙げている点は変わらないが、エネルギー・原材料価格高自体は一巡している事実に鑑み、「影響が……続いている」と言い回しを微修正。</li> <li>・「海外経済の減速が明確化するもとで、こうした状態が続く可能性が高い」と、海外経済の見方を下方修正するとともに、日本の景気停滞が長期化するリスクが増したとの見通しを示す。</li> <li>・「先行きについては不確実性が大きいもの、やや長い目でみれば(中略) 次第に緩やかな成長経路に復していく」と、先行きの回復見通しについて、「不確実性が大きい」「長い目でみれば」と二重に予防線を張った形に変更。</li> </ul>	
<p>3. リスク要因をみると、<u>国際金融資本市場は不安定さが増しており、また、世界経済には下振れリスクがある</u>。国内民間需要については、<u>交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがある</u>。設備・雇用面での調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である。物価面では、世界的にインフレ圧力が高い状況が続いている。わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、<u>緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる</u>。</p>	<p>3. リスク要因をみると、<u>米欧の金融機関の破綻などを背景に国際金融市場の緊張が高まっており、また、世界経済には下振れリスクがある</u>。国内民間需要については、<u>これまでの交易条件の悪化を反映した所得形成の弱まりから下振れるリスクがある</u>。設備・雇用面での調整圧力を抱えていないとはいえ、景気の下振れリスクには注意が必要である。物価面では、<u>世界的に高い物価上昇率が</u>続いている。わが国の物価については、エネルギー・原材料価格の動向に加え、消費者のインフレ予想や企業の価格設定行動の変化など、上振れリスクに注意が必要である。この間、景気の下振れリスクが薄れる場合には、<u>緩和的な金融環境の長期化が経済・物価の振幅をもたらすリスクが高まると考えられる</u>。</p>
<p>&lt;筆者コメント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・リスク要因である金融市場の動向について、前回の「国際金融資本市場は不安定さが増しており」から、「米欧の金融機関の破綻などを背景に国際金融市場の緊張が高まっており」へと表現を一段と強める。</li> <li>・交易条件の悪化の前に、「これまでの」を追加。交易条件の悪化傾向自体は止まっていることを示す。</li> <li>・「世界的にインフレ圧力が高い状況が続いている」から、「世界的に高い物価上昇率が続いている」へと変更。物価上昇率自体はまだ高いものの、インフレリスクは後退しつつあるという見方を示したと考えられる。</li> </ul>	
<p>4. 日本銀行としては、<u>経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく方針である</u>。</p> <p>この間、日本の金融市場は安定的に推移してきたが、日本銀行としては、最近の米国金融機関をめぐる情勢とその影響を踏まえ、引き続き、円滑な資金決済と金融市場の安定確保に努めていく方針である。</p>	<p>4. 日本銀行としては、<u>経済・物価の見通しとその蓋然性、上下両方向のリスク要因を丹念に点検しながら、それらに応じて機動的に金融政策運営を行っていく</u>。<u>また、国際金融資本市場の動向を注視しつつ、引き続き、金融市場の安定確保に努めていく方針である</u>。</p>
<p>&lt;筆者コメント&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・前回文末に追加した、流動性供給策強化に関連したコメントを簡略化。</li> </ul>	

## 景気後退色が一層強まった9月日銀短観

### 企業景況感の萎縮が一段と進む

9月調査の日銀短観では、発表されるデータの中で最も注目度の高い大企業・製造業の業況判断DIが▲3と、前回6月調査から8ポイント低下し、2003年6月調査以来のマイナスに転じた(図表1、2)。

6月に比べて素原材料高が一服したことは企業にとって好材料だったが、米国ではサブプライム問題が一層深刻化し金融恐慌が世界的に広がるリスクが出てきたほか、国内に目を転じて、失業者が増加したり、不動産や建設業を中心に企業倒産が増加したりするなど、景気後退色が次第に強まりつつあった。これまで景気を下支えしてきた輸出の増勢が徐々に弱まってきたことも、企業マインドを萎縮させる要因となった模様だ。同DIを業種別にみると、素材業種は6月から横ばいとなる一方、一般機械や精密機械などを中心に加工業種が11ポイント悪化している。

大企業・非製造業の同DIは+1となり、6月調査から9ポイント悪化した。こちらは、かろうじてプラス圏をキープしたが、水準は2003年12月調査以来、約5年ぶりの低さである。同DIは、12業種中11業種で低下しており、幅広い業種で景況感が悪化した様子が見える。なかでも悪化が目立つのが情報サービスやリース業であり、企業の設備投資意欲が徐々に弱まってきている現状を示唆している。その他の業種では、市況の低迷が続く不動産や建設業で同DIが大きく落ち込んだほか、ロイター短観でもDIの低下が顕著となっていた運輸、通信、電力業が悪化した。個人消費の低迷を反映して卸売や小売業も低下した。

先行き12月の予測DIについては、大企業・製造業で1ポイントの悪化、大企業・非製造業も2ポイントの悪化が見込まれている。金融市場の混乱が今暫く続くとみられること、世界的な景気減速を背景に引き続き需要が鈍るとの見方が強まっていることなどが背景と考えられる。

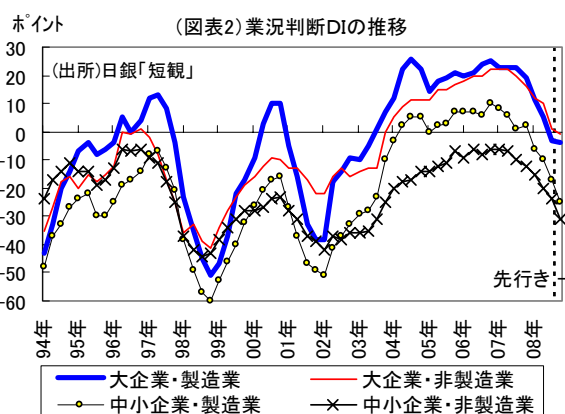
### 特に中小企業の先行き見通しが暗い点が目立つ

中小企業の業況判断DIは6月調査から製造業で7ポイント、非製造業で4ポイント悪化し、大企業同様に企業マインドが悪化している様子が見られた。先行きDIは、製造業で8ポイント、非製造業で7ポイントの悪化が見込まれており、大企業に比べて経営基盤の弱い中小企業の方が先行きに対して不安感を強く抱いている様子が見える。今後、企業規模によって景況感に一段と格差が出てくる可能性が高まっている点は懸念材料だ。

(図表1)日銀短観業況判断DIの推移

	6月調査実績		9月調査実績				9月調査の当グループ予測			
	6月実績	9月予測	9月実績	変化	12月予測	変化	9月予測値	変化	12月予測値	変化
大企業	7	6	0	▲7	▲2	▲2	1	▲6	▲1	▲2
製造業	5	4	▲3	▲8	▲4	▲1	▲3	▲8	▲5	▲2
非製造業	10	8	1	▲9	▲1	▲2	5	▲5	3	▲2
中小企業	▲16	▲22	▲21	▲5	▲29	▲8	▲22	▲6	▲25	▲3
製造業	▲10	▲15	▲17	▲7	▲25	▲8	▲17	▲7	▲19	▲2
非製造業	▲20	▲27	▲24	▲4	▲31	▲7	▲25	▲5	▲28	▲3

(出所)日銀「短観」等より当社作成



**業況判断DI以外の指標も景気減速を示唆するものが**

その他の判断DIを見ると、雇人員判断DI（雇用過剰－雇用不足）は全規模・全産業ベース（以下同）で▲2と、6月調査の▲5から悪化した（図表3）。同DIの悪化は3四半期連続であり、景気減速を受けて企業の雇用不足感が和らいできている様子が見える。労働力調査など、足元の雇用関連統計が弱含んでいる現実と整合性がとれている。先行きの予測DIは▲3と再び改善が見込まれているため、企業の採用意欲にある程度の底堅さが見られるものの、景気の減速基調が続く可能性が高いことを踏まえれば、今後は逆に雇用過剰感が台頭してくる可能性が出てきた。

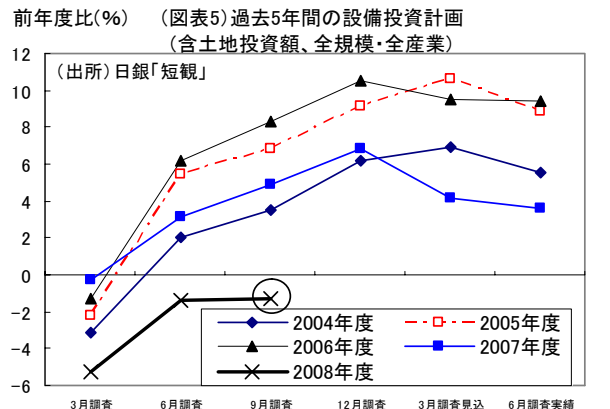
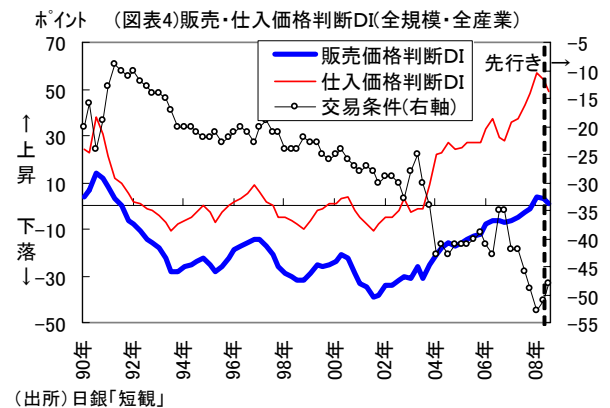
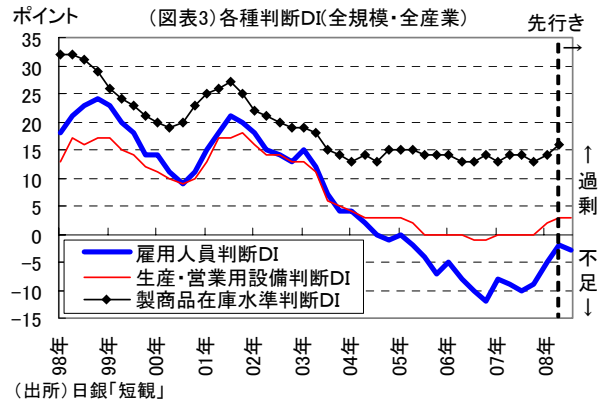
設備判断DI（設備過剰－設備不足）は+3と、2四半期連続で悪化した。小幅ではあるが、企業は設備過剰感を感じ始めている模様だ。ただ、6月調査の+2からは1ポイントの悪化にとどまったほか、先行きの予測DIは+3と、9月調査から横ばいが見込まれている。このところ、設備投資関連指標は奮わない展開が続いているため、後述のとおり、今後も設備投資の減速基調が続くと考えるが、今回の短観結果を見る限り、今のところ企業の設備投資意欲が加速度的に冷え込んでいるわけではなさそうだ。

在庫水準判断DI（在庫過大－在庫不足）は、+16と6月調査から2ポイント悪化し、企業の在庫過剰感が幾分高まっている様子が示された。足元の生産は既にピークアウトしているが、そうした動きに沿っていると言える。ただ、DIの水準自体は過去と比べて依然低位にとどまっている。生産統計をみても、在庫指数は低水準で推移している。在庫面からくる生産調整圧力は今のところ軽微なものにとどまっていると言えそうだ。

仕入価格判断DI、販売価格判断DI（価格上昇－価格下落）は、前者が前回調査から3ポイント低下、後者が1ポイント低下した（図表4）。前者の低下は7四半期ぶりであり、足元の商品市況の軟化を反映した結果と考える。前者よりも後者の低下幅の方が小さかったことから交易条件は幾分改善したが、前者が低下すれば、需要の低迷が続いている現状では、後者も次第に低下してくる可能性が高い。後者は6月調査で91年9月調査以来のプラスに転じたが、再びマイナス圏に沈む可能性が出てきた。企業がデフレ脱却を実感できるのは、当面先のこととなりそうだ。

**設備投資計画は今後の設備投資減速を示唆**

注目の2008年度設備投資計画は（以下、全規模・全産業ベース）前年度比▲1.3%となり、前年9月調査の2007年度計画である同4.9%増を大きく下回った（図表5）。同時期の調査としては過去5年間で最も低い結果となっており、設備投資の増勢が弱まっている様子を示している。





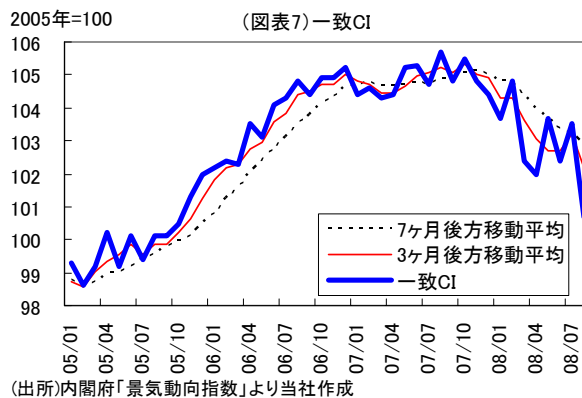
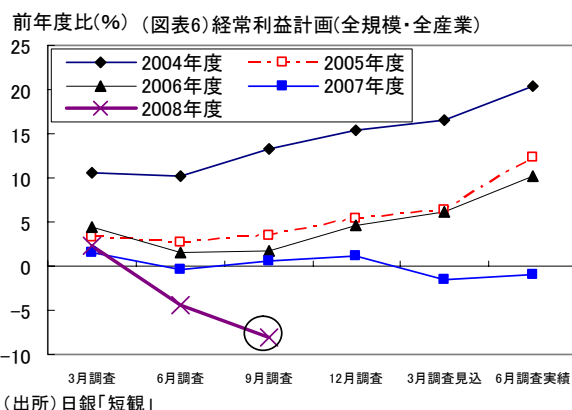
設備投資計画は、当初低い伸びが示され、時間が経つほど上方修正される傾向がある。これは、調査時期が早いほど、企業の設備投資計画が固まっていないために慎重な回答が寄せられる場合が多いからだ。2008年度計画についても前回6月調査(同▲1.4%)から上方修正されたものの、小幅にとどまった。今後についても、2008年度計画に大きな上方修正は見込みにくい。海外景気の減速が見込まれる中、企業収益の伸びの鈍化が予想されるほか、企業の期待成長率の低下が見込まれるためだ。資本ストック循環図をみる限り、現在、企業が保有する設備量は、企業の期待成長率に見合った水準まで増加しているとみられることから、企業はさらなる設備増強に二の足を踏む可能性が高い。設備投資は緩やかながらも減速基調が続こう。

2008年度の売上・収益計画では、厳しい見方が示された。2008年度の売上高見通しは、前年度比で3.0%増となり、前年9月調査の2007年度計画である同2.7%増をわずかに上回る結果となったが、経常利益見通しは同8.1%減と、前年9月調査の2007年度計画である同0.5%増を大きく下回った(図表6)。前回6月調査と比べても、売上高見通し(同2.4%増)は改善したが、経常利益見通し(同4.4%減)は悪化している。原材料価格上昇分の一部を価格転嫁できていることなどから売上高は伸びる見通しとなっているが、すべてを転嫁できていないため収益はむしろ圧迫されている模様だ。

**日銀の次の一手は2009年度後半の利上げと予想**

以上のように、今回の短観では、企業景況感が一段と萎縮し、設備投資が慎重化している様子が示された。また、これまで底堅く推移してきた雇用人員判断DIや設備判断DI、在庫水準判断DIも小幅ながら悪化方向に転じ、足元の景気が少しずつ減速感を強めている姿も示された。景気動向調査における一致CIの動きを見ても、昨年後半以降ピークをつけた後、足元まで低下基調をたどっている(図表7)。

今後、国内景気持ち直しのカギを握るのは米国景気の動向である。その米国景気は、金融市場の混乱長期化により、回復時期が来年春先から半ば以降に後ずれする可能性が高まったと考えている。このため、国内景気のリバウンドも来年度後半以降となる可能性が高い。日銀の利上げも2009年度後半(10-12月期)までずれ込もう。(担当:大広)



さらなる法改正の影響が懸念される国内住宅市場

住宅着工は依然低迷

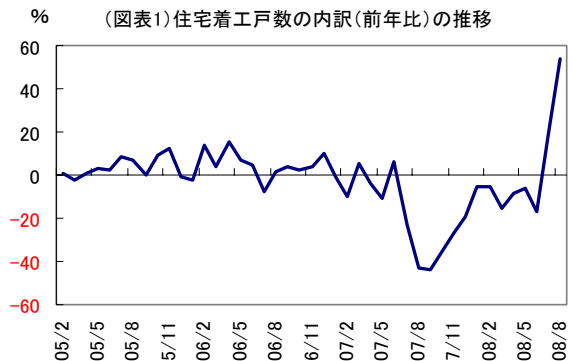
8月の新設住宅着工戸数は前年同月比53.6%増と、13ヶ月ぶりにプラス転換した7月の同19.0%増に続き、2ヶ月連続の大幅増となった(図表1)。ただこれは、昨年6月20日に改正建築基準法が施行されて1年が経過したことで、前年比で見た時の押し下げ効果が一巡したという理由が大きい。足元の住宅着工戸数が最悪期から持ち直しつつあるのは確かだが、法改正以降、直近8月までのデータ(季調済年率換算値)をみても、法改正前の水準をいまだに一度も回復していない(図表2)。周知徹底不足のまま法改正が行われたことで建築確認現場が混乱し、着工が滞ったところに、雇用・所得環境の軟化に伴う住宅需要の減少や、原材料価格の上昇を背景とした建築コストの上昇などが重なり、住宅投資は足元まで低調な推移が続いている。

今後、改正建築士法の影響が懸念材料に

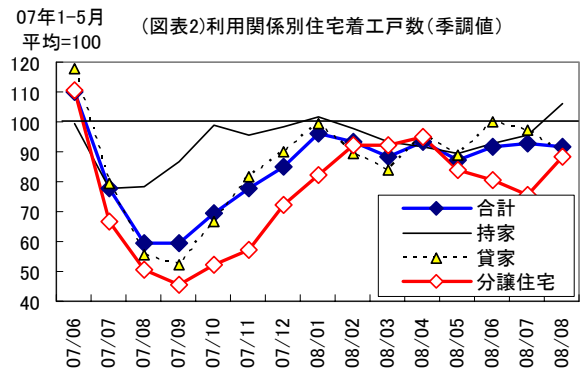
先行きの住宅投資の動向を占ううえで、新たな不安材料が存在する。

まず、懸念されるのが2008年11月28日に施行される改正建築士法(図表3)の影響だ。同法によれば、建築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、給排水管などの設備設計に関して「設備設計一級建築士」という資格が新設され、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5000㎡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。

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。昨年6月に改正建築基準法が施行された時には、事前の周知徹底不足から大混乱が生じたため、今回の改正建築士法に関しては今年の5月28日から準備期間が設けられており、6~7月にかけて新建築士資格取得講習・修了考査が行われた。先日、考査の結果が発表



(図表1)住宅着工戸数の内訳(前年比)の推移  
(出所)国土交通省「住宅着工統計」



(図表2)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3)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

になったが、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ている。今回合格できなかった場合も、各々10、11月に再度考査が行われる予定だ。

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計士や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もある。

### **住宅瑕疵担保履行法も住宅供給を制約する可能性**

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。

住宅市場を取り巻く環境が徐々に悪化していること、さらなる法改正によって住宅着工が滞る可能性があることなどから、住宅投資は暫く低調な推移が続く可能性が高いと考える。（担当：大広）

## 2008年度上半期の国内景気と金融市場を振り返る

### 景気後退色が強まった国内景気

2008年度上半期の国内景気は、後退色が一段と強まる展開となった。GDPの約5割を占める個人消費が、賃金の伸び悩みや、ガソリン、食品価格の値上げに伴う実質購買力の低下などを背景に緩やかな伸びにとどまったほか、商品価格の高騰に伴う交易条件の悪化で収益環境が厳しさを増したことにより、企業が新たな設備投資に慎重姿勢を強めた。加えて、これまで景気を牽引してきた輸出も、米欧景気の減速基調が鮮明化したため増勢が鈍化した。夏場以降は、米国のサブプライム問題が再燃し、日を迫るごとに状況が悪化したことで、景気の先行き不透明感が次第に高まった。

### 米サブプライム問題に振り回された国内金融市場

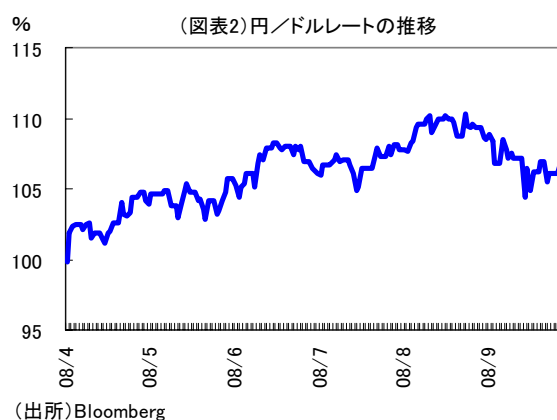
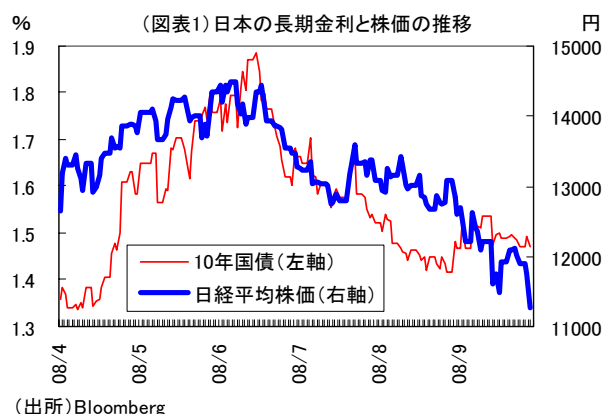
このような景気動向のもと、2008年度上半期の国内金融市場は以下のような展開をたどった。

長期金利(新発10年国債利回り)は、期初には1.3%台で推移していたものの、米国のベアー・スターンズ社に対する各種救済策を受けた金融不安の後退や、商品市況高を背景としたスタグフレーション懸念などを背景に上昇基調をたどり、6月中旬には一時1.9%台をうかがう場面もみられた。しかしながら、その後は商品市況高が世界景気の失速要因として意識されたことで長期金利は低下基調に転換。7月以降は、米GSE(政府系住宅金融機関)の資本不足問題や、大手金融機関の経営不安が世界的な金融市場の混乱を招いたことで「質への逃避」が進み、期末には1.4%台まで低下した(図表1)。

株価は、金融市場の混乱が最悪期を過ぎたとの観測や、2007年度後半に一時90円/ドル台まで進んだ円高傾向に歯止めがかかったことなどから上昇基調をたどり、6月中旬には14,000円台半ばまで上昇した。ところが、6月後半になると商品市況高が企業収益の重石になるとの見方が台頭し、一転して下落基調をたどった。期末にかけては、サブプライム問題が深刻化したことで世界的に金融恐慌に陥るリスクが意識されたことも下押し材料となり、9月末には11,000円台前半まで下落した。

為替相場(円/ドル)は、期初は100円/ドル近辺で始まったが、米国当局による各種のサブプライム対策を受けた金融市場の不透明感後退や、米景気回復期待などを受け、一時110円/ドル台までドル高が進んだ。欧州景気の減速基調が鮮明化したことで、それまで進んでいたユーロ買いドル売りの流れが逆流したこともドルを押し上げる要因となった。しかしながら、その後は米GSE問題を皮切りに米国の金融不安が再燃したことで、再びドルが売られ、期末には103円/ドル台までドル安が進行した。(図表2)。

以上のように、2008年度上半期の国内金融市場は、米国のサブプライム問題に一喜一憂する形で上下に振れる展開が続いた。(担当:大広)



## 欧州へ拡大する金融危機

### 主要6中銀が協調利下げを実施

10月8日、米欧主要6中銀は50bpの協調利下げを実施することを発表した(図表1)。10月8日の日経平均は前日から952円安の大幅下落、欧州市場も英国政府が公的資金による銀行救済策を発表したにもかかわらず、寄り付き後から急落となるなど、週末のG7まで待つ余裕はないとの判断が働いたと考えられる。

ECB(欧州中央銀行)は10月2日の定例理事会で政策金利を4.25%で据え置くことを決定していたが、理事会後の記者会見で、トリシェ総裁は会合で利下げが検討されたことを明らかにしていた。これを受け、当Gでは、早ければ次回11月に利下げが行われると予想していたが、金融危機の拡大により、前倒しされる形となった。また、BOE(イングランド銀行)についても10月9日のMPC(金融政策委員会)での利下げが有力視されていた。今後についても、ECB、BOEともに年末年始にかけ、数次にわたりさらなる追加利下げが実施されるものと予想する。

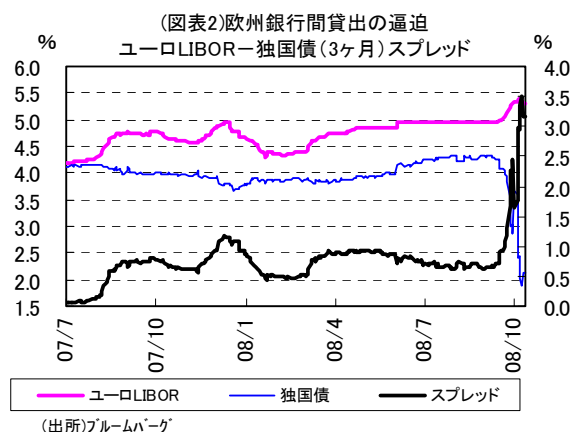
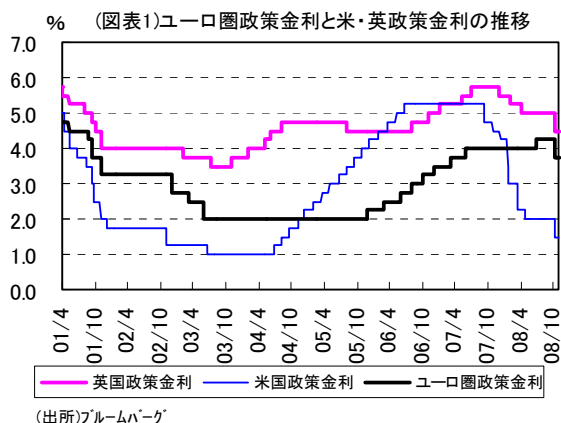
### 欧州へ金融危機が拡大

ECBは、既にこれまでのタカ派姿勢から大きくスタンスを変えていたが、背景には金融危機が欧州でも深刻化しつつあることがある。ユーロ圏ではECB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、銀行間金利が高止まりし、資金調達が難しくなっている(図表2)。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相次いで政府から救済を受けたり、国有化されたりといった事態になった。

### 金融危機に対して各国の足並みは揃わず

2007年の夏以降、サブプライム問題に端を発する金融危機が米国で深刻化するなか、欧州の金融機関は比較的健全だと言われてきた。しかし、欧州の金融機関は情報の開示・損失処理が進んでいないだけで、いずれ表面化すると一部から指摘されていたのも事実で、不幸にもそれが的中してしまった形である。

この事態に直面したEU各国は、10月4日に英・独・仏・伊の主要4ヶ国で緊急首脳会議を開催した。会議では、金融危機へ各国が連携して対応していくことを含め、図表3の内容が同意された。しかし、フランス、イタリアなどが主張していた米国型の金融システム救済基金の設立は、財政負担を押し付けられ



(図表3) EU4ヶ国首脳会議での同意事項(10月4日)

- ・金融危機に対して加盟政府は連携を強める
- ・加盟政府は独自に自国の金融機関の救済にあたる
- ・安定成長協定の例外的な状況を反映させる
- ・預金保険制度を見直す
- ・金融機関への監督機関をEUで設立
- ・サミットの早期開催を要請する
- ・銀行の決算システムの変更(時価会計を緩和)

る懸念などからドイツが反対し、元々ユーロ自体に参加していないイギリスも協調策を嫌ったため見送られることになり、具体的で即効性のある協調策は打ち出せなかった。どの国も自国の金融機関救済の財政支出は止むを得ないとしても、他国の金融機関の尻拭いまでしたくないというのが本音であろう。ECBの理事会後にトリシェ総裁も語ったように、EUは米国のような連邦組織ではないため、EU全体として金融安定化策を実施することは今後も難しいと思われる。また、一部の国では政府による預金保護の拡大を発表、アイルランドやギリシャでは全額保護すると発表されているが、部分的な保護しか実施していない英国などの銀行から既に資金流出が起きているため、競争を歪めるとして他の国々からは批判が出ている。ただ、批判をしていたドイツも自国の金融危機が拡大すると全額保護を打ち出すなど、ここでも足並みの乱れが見られた。

### 矢継ぎ早に金融支援策を発表

欧州の市民は社会主義的な規制が多い制度に慣れているため、金融機関への公的資金投入に対する反感は米国ほど大きくはないことから、株式市場の暴落に直面したEU各国は矢継ぎ早に対応策を発表している。英国で最大8兆円規模の公的資金の注入策が発表されているように、個別金融機関の救済から金融システム全体の安定化に焦点が移っている。ユーロ圏15ヶ国も12日に緊急首脳会議を開催し、公的資金の注入や銀行間取引の保証などに関する共同行動計画を発表。これまでは足並みの乱れが目立っていたが、協調して対応していく姿勢を示した。これを受け、翌13日には、独仏などで具体案が発表された。ドイツでは、最大5000億ユーロの金融支援策が発表されており、4000億ユーロが銀行間取引の保証で、800億ユーロが資本注入、200億ユーロが資本注入に対する引当金に充当される。フランスでも銀行間取引の保証に3200億ユーロ、資本注入に400億ユーロを充当すると発表されている。

### 金融危機が長引くおそれも

各国で矢継ぎ早に対応が発表されているが、不安材料が無くなった訳ではない。欧州の金融機関の中には、欧州一帯から全世界にまで業務を広げている巨大な金融機関も少なくない。今後、個別国だけでは対応が難しい局面が出てくる可能性があるが、各国は重要な金融機関は破綻させないとの合意はしたもの、共同での救済に関しての具体的な対応は決まっていない。もし金融危機が長引くようなことになれば、既に減速が鮮明になっている欧州景気が一層深刻な状態に追い込まれるリスクは残っている。  
(担当：吉川)

(次ページに別表あり)

(別表) 最近の欧州での金融市場の動き

- 2007/7 独IKB産業銀行を政府系金融機関が支援。
- 2007/8 独ザクソン州立銀行を、バーテン・ビュルテン州立銀行が救済合併。
- 2008/2 英ノーザンロックが国営化。
- 9/16～ リーマン破綻を受けて、日米欧金融当局が協調して、市場に大量の資金供給を開始。
- 9/17 英HBOSを英ロイズTSBが事実上の救済合併。
- 9/29 ベネルクス3国フォルティスに資本注入。その後国営化へ。
- 9/29 独ヒポリアルエステートを政府、民間銀行団共同で救済。
- 9/29 英B&Bが国営化。
- 9/29 アイスランド、グリトニルが国営化。
- 9/30 ベルギー、デクシアに資本注入。
- 10/2 アイルランドで預金全額保護法成立。
- 10/4 EU4ヶ国首脳会議開催も具体策示せず。
- 10/5 独ヒポリアルエステートに対する救済措置への参加を民間銀行団が取りやめ。政府主導の救済へ。
- 10/5 独政府が個人預金の全額保護を発表。
- 10/7 EU財務相理事会で予期保護の域内最低水準を現行の2万ユーロから5万ユーロへ引き上げを合意。
- 10/7 スペインで銀行資産買い取りのために4兆円規模の基金を設立すると発表。
- 10/8 英政府が最大8兆円規模の公的資金を国内銀行へ注入すると発表。
- 10/8 米欧主要6中銀が50bpの協調利下げ
- 10/12 ユーロ圏緊急首脳会議を開催。公的資金の注入などで合意。
- 10/12 英政府がRBSなど3行に6兆円規模の資本注入を発表。
- 10/13 ドイツ、フランス、スペイン、オーストリア、オランダが金融支援策を発表。イタリアも必要に応じて実施と発表。

## 中東欧はユーロ圏景気の下支えになるか

### ここまでは中東欧がユーロ圏景気の下支えに

ユーロ圏景気が最近まで堅調に拡大を続けてきた背景には、ポーランドやチェコ、ハンガリーといった中東欧諸国の高成長があった。中東欧諸国は1989年以降の民主化にともない、市場経済への移行が進み、西欧諸国への低賃金の生産拠点として成長を遂げてきた。2004年のEU加盟によりEU域内へ無関税で製品を輸出できるようになったことが、生産拠点としてさらに魅力を高める要因となり、以降ユーロ圏からの資本財輸出が増加、輸出需要に伴ってドイツを中心に設備投資が急増した。しかし、中東欧諸国の景気にも最近かげりが見えてきている。今後も中東欧諸国が高成長を維持し、減速基調にあるユーロ圏景気の下支えとなれるのかが、今後のユーロ圏景気を占う上でのポイントとなる。

### FDIを原動力とした高成長

これまで中東欧諸国が高成長を遂げてきた背景には、FDI（海外直接投資）の流入増加がある。中東欧諸国へのFDIは、低賃金の生産拠点として近年増加してきた。2003年にはチェコとスロバキアで大規模な国営企業の民営化が終了し、海外企業による国営企業の買収が一巡したことで一旦減少したが、中東欧10ヶ国がEUに加盟した2004年以降は再び加速した（図表1）。FDIの流入によって工場設備などが整えられ、生産・輸出が拡大。それに伴って雇用・所得環境が改善し、内需の拡大につながるという好循環が実現した。

### 輸出の鈍化で中東欧景気にもかげり

ただし、高成長を続けてきた中東欧景気もここにきてかげりが見えてきている。世界景気減速の影響で、全体的に輸出の伸びが鈍化傾向にあり、ポーランドでは7月の鉱工業生産が前月比マイナスとなった。ただし、今のところ内需はハンガリーを除けば底堅く推移しているようだ。ハンガリーでは、ユーロ導入を目指した増税や補助金削減などの財政赤字削減政策によって内需が低迷しており、個人消費は前年比でマイナス圏にまで悪化している。また、これまでの原油・穀物価格の高騰により高水準のインフレ率に直面していたことから、ポーランドやハンガリー、ルーマニアでは政策金利は引き締めの水準が続いている（図表2）。そのため、目先は景気に下押し圧力がかかる可能性もあるが、足元では原油・穀物価格の調整色が強くなっていることから、インフレ圧力は徐々に緩和されてきており、逆に利下げに動く余地が生まれてきている。チェコでは8月に予想外の利下げが実施されたが、これは、米英の利下げやユーロ圏景気の減速から通貨コルナ高が急速に進んだことで、景気の下押し圧力になるのを警戒したためである。

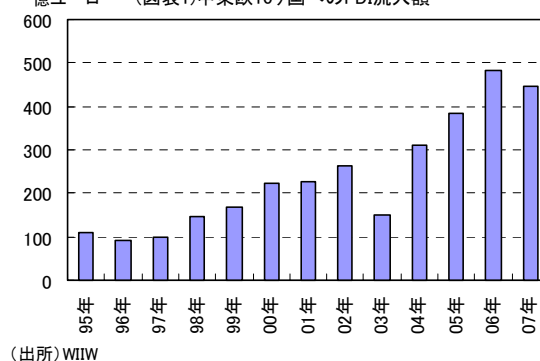
ハンガリーでは、ユーロ導入を目指した増税や補助金削減などの財政赤字削減政策によって内需が低迷しており、個人消費は前年比でマイナス圏にまで悪化している。また、これまでの原油・穀物価格の高騰により高水準のインフレ率に直面していたことから、ポーランドやハンガリー、ルーマニアでは政策金利は引き締めの水準が続いている（図表2）。そのため、目先は景気に下押し圧力がかかる可能性もあるが、足元では原油・穀物価格の調整色が強くなっていることから、インフレ圧力は徐々に緩和されてきており、逆に利下げに動く余地が生まれてきている。チェコでは8月に予想外の利下げが実施されたが、これは、米英の利下げやユーロ圏景気の減速から通貨コルナ高が急速に進んだことで、景気の下押し圧力になるのを警戒したためである。

### 内需主導の成長へ

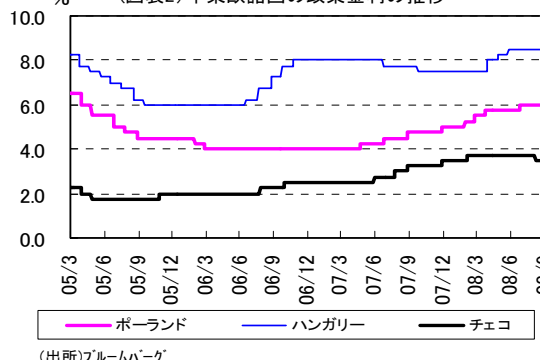
輸出の減速でかげりが見えてきた中東欧経済だが、個人消費、政府投資を中心に内需は全体としては底堅い推移が予想される。

個人消費は雇用・所得環境の改善により堅調に成長している。中東欧諸国では、FDIの流入とともに

億ユーロ (図表1)中東欧10ヶ国へのFDI流入額



% (図表2)中東欧諸国の政策金利の推移





海外企業の進出が進んだことが、ここまでの雇用の創出につながってきた。また、EU加盟によって域内の労働力移動が容易になったことにより、比較的労働力の受け入れに寛容なイギリスやアイルランドなどへ出稼ぎが増加、結果として中東欧諸国では労働力不足感が徐々に高まってきている。こうした動きを背景に、中東欧諸国の賃金は上昇してきており、2006年末のポーランド・ハンガリー・チェコでの製造業の賃金は1999年初めと比べて約3倍にまで上昇している。労働力不足の解消のため、ウクライナやベラルーシといった国々から労働力を受け入れているものの、EU諸国との賃金格差は未だ大きいことから、個人所得の上昇は今後も続くと思われ、個人消費は堅調な推移が予想される。

設備投資は、当面は引き締めの金融政策運営が抑制要因になると考えられる。ただし、EU諸国に比べて労働コストが低いほか、法人税もEU諸国に比べると大幅に低いことなどから、今後も海外企業の進出が見込まれることが下支え要因となろう。また、中東欧諸国では道路などが未整備の地域も多く、さらなる海外企業の進出を促進するため、インフラへの投資需要は旺盛だ。EU加盟によって中東欧諸国にはEUから地域開発等のための補助金が拠出されており、これらを財源とした政府投資が堅調に推移しよう。

また、中長期的に見ても、FDIの流入によって成長が支えられる可能性が高い。マクロ経済学の経済成長理論の成長会計と呼ばれる分析手法によると、経済成長の要因は資本ストックの成長、労働投入量、そしてそれ以外の要因である全要素生産性つまり広義の技術進歩の3要素に分けることができる。中東欧諸国では、FDIの流入によって資本ストックが成長し、海外企業による雇用創出にもつながったほか、技術供与が進んでいることから全要素生産性の伸びも高水準で推移してきた。したがって、今後も高成長を維持できるかはFDIの流入が続くかどうかにかかっているが、上述の通り、中東欧諸国は法人税を低く抑え、インフラの整備を進めるなど海外企業の誘致に積極的で、地理的にも西欧諸国に近いだけでなく、天然資源で潤う中東やロシアにも近いことや他の地域に比べ魅力が大きい。また、所得の増加によって富裕層、中流層が急増しており、これらの層からの自動車やテレビへの活発な需要が生まれ、中東欧諸国はこれまでの「生産拠点」から「需要地」へと変貌しつつある。そのため、高成長の源泉であるFDIの流入は今後も続くと考えられ、中長期的に安定的な成長軌道が続くことが見込まれる。

### 中東欧にも金融不安が波及するリスク

9月半ばのリーマン破綻以降、欧州にも金融不安が拡大してきている。中東欧では、国営銀行を民営化する際に外資に売却されたことや、企業の進出とともに銀行も進出してきたため、外国銀行特に欧州系の銀行の全体に占めるウェイトが大きく、外国銀行が中東欧全体の銀行総資産の6割を占め、中には9割を越す国も見られる。そのため、欧州への金融不安の拡大が中東欧へ及ぼす影響は決して小さくないと考えられる。今のところ、欧州では破綻懸念が高まった大手の金融機関は合併されるか、政府によって救済されており、また、今後も高成長が期待される中東欧でのシェアを落とすたくないという各金融機関の思惑もあって、中東欧への影響は限定的なようだ。ただし、金融不安が拡大し続け、破綻する金融機関が増えるようなら、中東欧にも大きな打撃を与えかねない。

### 今後もある程度はユーロ圏景気を下支え

今後の中東欧経済は、輸出が減速しているものの、内需が育ってきていることから、今後は内需主導の成長が期待できる。また、インフレ圧力が緩和が見られることから、景気減速に対して利下げを行う余地が生まれてきている。輸出の減速から成長率自体は緩やかな鈍化が見込まれるものの、底堅い成長が続くと考えられ、ユーロ圏景気がある程度は下支えすると考える。ただし、上述の通り、金融不安の拡がりの中東欧景気の先行きにも不透明感が高まっている点には警戒が必要である。（担当：吉川）

## 注目されるマイクロファイナンス

### 途上国での無担保・小規模金融

低所得層向けの無担保の小規模金融であるマイクロファイナンスが注目されている。マイクロファイナンスは、1970年代、南米や南アジアにマイクロファイナンスを行う金融機関が登場したことに端を発する。一般の金融機関から借り入れをすることができない発展途上国の貧困層に対し、事業資金などの小口融資により自立支援が行われた。近年では、融資の他に預金や保険、送金などの金融サービスも行うようになってきている。

### グラミン銀行の成功

マイクロファイナンスを行う金融機関として代表的なのが、1983年に創設されたバングラデシュのグラミン銀行だ。グラミン銀行は貧困層向けに事業資金の融資を行っているが、その金額は1つの案件につき200ドル程度であり、女性を中心に500万以上に貸付を実施している。女性が中心なのは、子供の養育に責任を持つことが多いので、女性の貧困は子供の成長の妨げとなることから、これを防ぐためである。当初、貧困層向けに融資を行っても、稼ぐことはできず、余計に借金が膨らむとの懸念が強かった。しかし、グラミン銀行は、貧困層のなかにも企業を興す能力をもっている者がいるはずで、資金の提供があれば成功できると考えた。結果的に一般の銀行貸付よりもデフォルト率が低く、収益性が高くなり、マイクロファイナンスは自立支援のみならず新たな金融事業としても有望であることがわかった。

グラミン銀行の成功の理由として、グループ貸付の制度が挙げられる。これは、顧客に対し担保を求めない代わりに、顧客5人にグループを作らせて、1人でも返済ができない場合、他の4人が借入れをできなくなるという仕組みである。ただし、他の4人には本人の返済を助ける義務はあるが、本人に代わって支払う義務はない。このため、5人のうち誰かが返済できないとき、この仲間を助けて自分たちが今後借入れをできるよう協力する。また、事業に熱心でなかったり、誤った投資を行おうとする場合、他のメンバーによる抑止が期待できる。加えて、5人の仲間を選ぶ際にも、信頼できる相手を選んで融資を希望することになる。これらの効果により、デフォルト率を低く抑えることが可能になったと考えられている。この他、1週間や1ヶ月などの短い期間で定期的に弁済日が設定されることから、資金が浪費される前に弁済に供されることも、成功の要因とされている。2006年、グラミン銀行と創始者のモハメド・ユヌス総裁は、底辺からの経済的および社会的発展の創造に対する努力が評価され、ノーベル平和賞を受賞した。

### マイクロファイナンスへの投資

マイクロファイナンスを行う金融機関は、これまで、主に寄付金や開発金融機関からの援助、国内金融機関からの借入によって資金調達をしてきた。開発金融機関は、ドイツ復興金融公庫、欧州復興開発銀行、オランダ開発金融公社など、欧州の開発金融機関が多い。これに加え、最近では、マイクロファイナンスの成功と拡大、またCSR（企業の社会的責任）の普及もあり、海外の投資家から資金調達を行う場合も増えている。個人投資家としては、慈善活動への意識が高い欧米の富裕層がこれまでの中心だったが、近年、小口の投資が可能なインターネットのサービスを通じた投資も可能になっている。機関投資家としては、シティグループ、ドイツ銀行、アクサ、全米教職員退職年金基金（TIAA-CREF）などの銀行や保険会社、年金基金が積極的な投資を行っている。なかには、貧困層への融資、保険販売など、ビジネスを拡大する動きも見られる。

今のところ、わが国ではマイクロファイナンスへの投資は一般的ではない。ただし、マイクロファイ

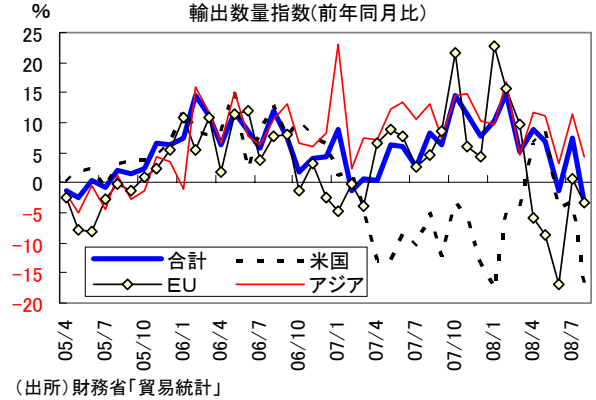
ナンスはCSRの観点だけでなく、一定のリターンも期待できることから、わが国においても投資へのニーズは少なくないと思われる。わが国におけるマイクロファイナンス市場の発展が期待される。(担当：心光)

主要経済指標レビュー (9/22~10/10)

《日本》

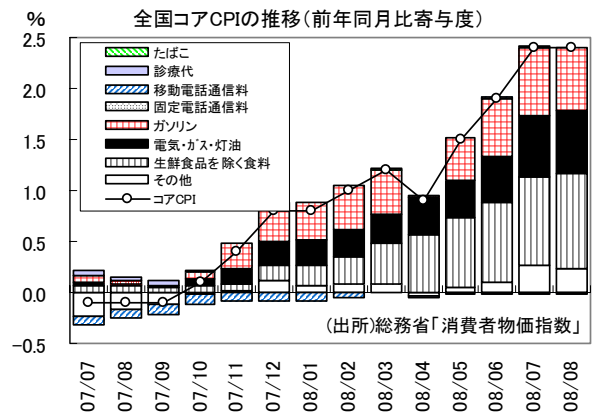
○ 8月貿易統計速報 (9月25日)

8月の貿易統計では、輸出数量が前年同月比3.1%減と2ヶ月ぶりのマイナスに転じ、輸出の増勢が次第に弱まっている様子が示された。地域別にみると、減少基調が続く米国向け輸出が一段と悪化したほか、EU向け輸出も鈍化傾向が鮮明となりつつある。一方、アジアをはじめとした新興国向け輸出は引き続き堅調に推移しており、輸出を下支えする構図が続いている。今後も米国、EU景気の減速基調が続くと予想されるため、新興国景気もある程度の影響を受ける可能性が高く、輸出は弱めの推移が続くと予想する。国内景気は低成長を余儀なくされよう。



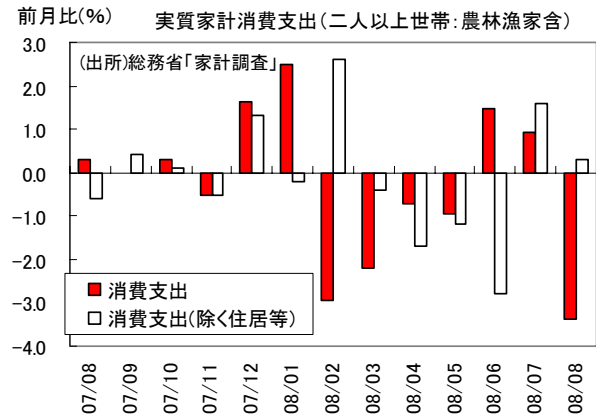
○ 8月消費者物価指数 (9月26日)

8月の全国コアCPI (生鮮食品を除くベース) 上昇率は前年同月比2.4%と引き続き高い伸び。エネルギーや食料による押し上げが主因だが、食料の寄与度が拡大する一方で、ガソリンの寄与度が縮小するなどエネルギーによる押し上げ効果にピークアウトの兆しが見えつつある。9月の東京都コアCPI上昇率は8月の1.5%から1.7%へと、大方の予想に反しプラス幅が拡大。こちらでもエネルギーによる押し上げ効果が弱まる様子が見られたが、一方で食料の寄与度が拡大したほか、被服及び履物、保険・医療、教養娯楽など、幅広い品目で小幅ながら価格が上昇した。今後も食品を中心に様々な分野で値上げが予定されているが、一方で商品市況は調整局面にあるほか、比較対象となる前年の物価水準も高まる時期にあたっていることから、コアCPI上昇率は年度後半以降、徐々に鈍化する可能性が高い。



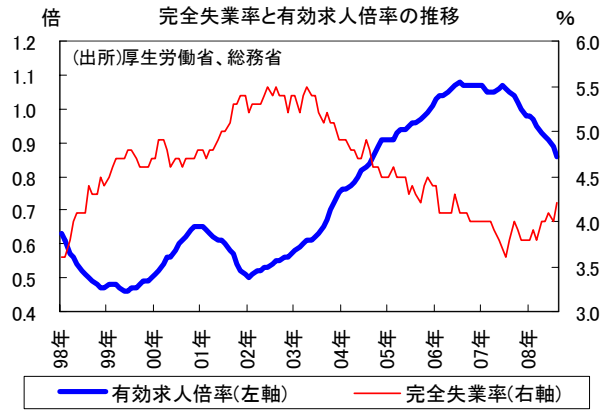
○ 8月家計調査 (9月30日)

8月の家計調査は、2人以上世帯の実質消費支出が前年比4.0%減となり、市場の事前予測 (同1.3%減) を大きく下回った。主要10品目中、9品目が前年割れとなっており、幅広い分野で消費が減少、家計の生活防衛意識が高まっている様子がうかがえる。百貨店販売などその他の消費関連統計では、「中旬以降、多雨低温となるなど天候不順の影響」、「北京オリンピックのテレビ観戦や豪雨で入店客数が減少」といった一時的な下押し圧力があつたことを指摘する声もみられるが、消費マインドが悪化し、雇用環境の軟化が続く現状を踏まえれば、個人消費の基調は弱まっていると判断するのが妥当と考える。今後の個人消費も盛り上がり欠ける展開が続く可能性が高い。



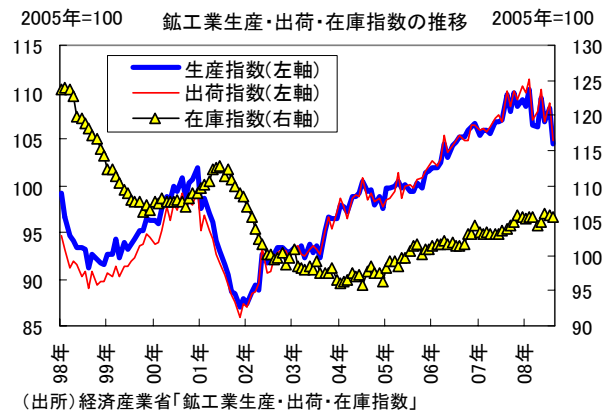
○ 8月有効求人倍率、労働力調査 (9月30日)

8月の雇用関連統計は、足元の雇用環境が引き続き弱含んでいる様子を示した。有効求人倍率、新規求人倍率がともに前月から低下したほか、失業率も悪化した。前年同月に比べて就業者数が7ヶ月連続で減少する一方、失業者数が5ヶ月連続で増加。その他にも、常用雇用者数が前年比で2ヶ月連続のマイナスとなったほか、失業者数の内訳では、企業のリストラの動きを示す「勤務先都合」失業が増加するなど、雇用環境が厳しさを増している様子を示す材料が散見される。今後も、景気の減速基調が続くと予想されることから、雇用環境は冴えない展開が続く可能性が高い。



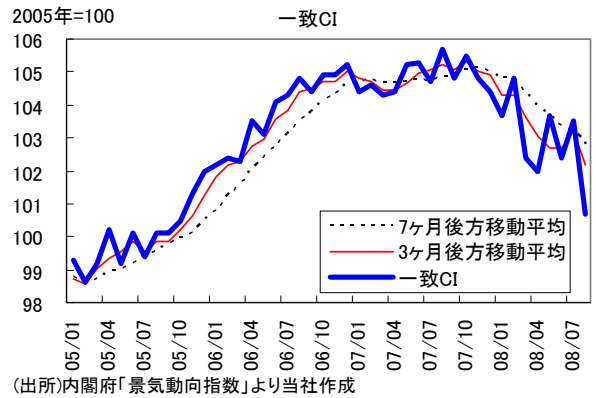
○ 8月鉱工業生産指数速報 (9月30日)

8月の鉱工業生産指数は前月比3.5%減と、市場予想(同2.4%減)を大きく下回る結果。輸送機械、一般機械、電気機械などといった主力分野で軒並み減産となったことが響いた。一方、電子部品・デバイス工業の生産は、小幅ながら3ヶ月ぶりに増加。出荷が伸びたことで在庫は減少しており、在庫調整は緩やかながらも進展している模様。鉱工業全体で見た時の在庫水準が過去と比べて引き続き低位で推移していることも生産の先行きにとっては好材料。しかしながら、9月の生産予測が前月比3.4%増から同1.6増に下方修正されたほか、10月も同0.1%減と減産予想となっている。米欧景気は今後も減速基調が続くとみられることから、国内生産の基調は弱含みの推移が続こう。



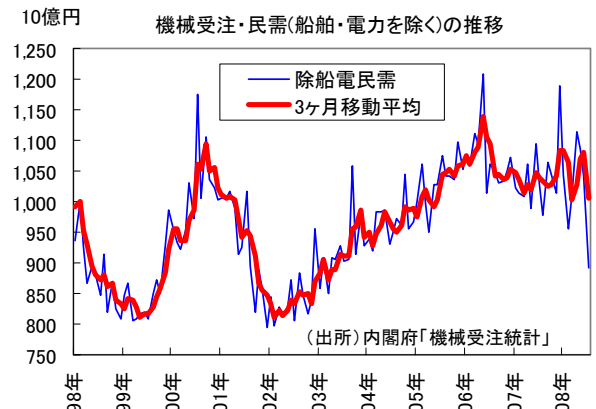
○ 8月景気動向指数速報 (10月7日)

8月の景気動向指数では、一致CIが、現行統計が迎える1980年以降で最大の下落幅となった。8月の生産指数が前月比3.5%減と大幅マイナスだったことなどが影響した。一致CIは趨勢的に低下を続けており、足元の国内景気が後退局面にある様子を示している。今後国内景気には、海外景気減速の影響で一段と強い下押し圧力がかかろう。日本企業はいわゆる3つの過剰(設備、債務、雇用)の調整をほぼ終了した状態にあり、景気後退が深いものにはならないとの見方を現時点で変える必要はないとみるが、欧米景気や市場環境が予想以上のスピードで悪化している分、下振れリスクが高まっているのは否定できない。



○ 8月機械受注 (10月9日)

8月の機械受注(除船電民需)は前月比14.5%減と大幅マイナス、かつ3ヶ月連続のマイナスとなった。7-8月の平均を4-6月と比べると9.6%減となっており、5四半期ぶりの減少はほぼ確実。民需以外では、外需が前月比14.8%増と3ヶ月ぶりのプラスとなった。外需も軟化傾向にあるが、今のところ加速的に悪化しているわけではない。ただ、金融危機は9月以降一段と深刻化していること、短観で示された設備投資計画も冴えない結果となっていること、企業収益も大幅悪化が見込まれていることから、設備投資は減速基調が続こう。

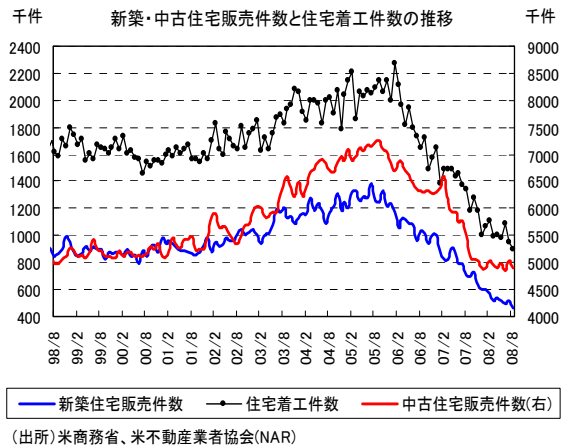


《米 国》

○ 8月住宅販売・着工件数 (9月17, 24, 25日)

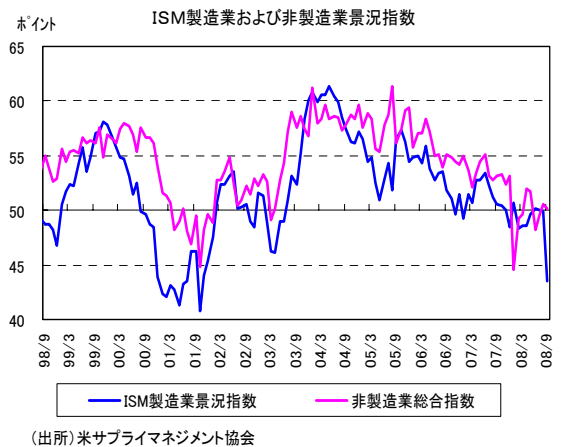
8月の米新築住宅販売は年率46.0万戸、前月比▲11.5%、中古住宅販売も年率491万戸、前月比▲2.2%と、ともに2ヶ月ぶりに減少。差押えなどで低額物件が多く出回っている西部地区では、中古販売が増加に転じる一方、新築販売が減少するという現象が顕著となっている。販売価格は新築・中古とも前月から低下した。在庫件数は新築・中古とも減少。在庫/販売比率は、新築が上昇する一方で中古は低下したが、いずれも依然高水準である。

住宅着工件数は年率89.5万戸、前月比▲6.2%と2ヶ月連続で減少。NY州での建築基準厳格化で集合住宅が減少した影響が大きい。基調を示す一戸建ても3ヶ月連続で減少した。住宅市場の減速基調は今しばらく続きそうだが、一部で底打ちに向かう兆しも見え始めており、販売や着工の減速ペースは和らいできている。価格の割高感も薄れつつあり、実需が底堅い中、住宅市場は年末以降底打ちに向かうとみている。



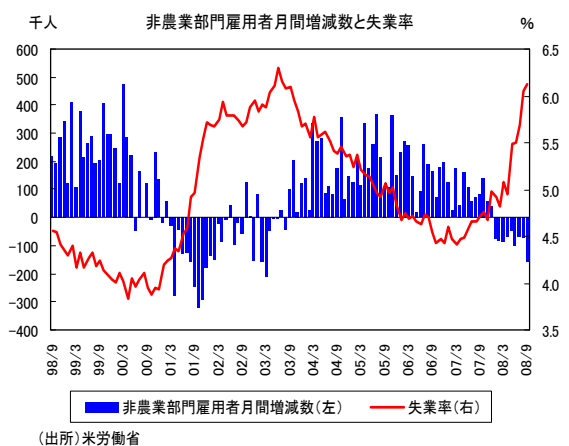
○ 9月ISM製造業景況指数 (10月1日)

9月の米ISM製造業景況指数は、8月の49.9ポイントから43.5ポイントへと急低下。市場予想(49.5)も大きく下回った。月次の下げ幅としては過去25年で最大、水準としては同時テロ後の2001年10月(40.8)以来の低さとなった。特に主要項目である生産指数と新規受注指数が大きく低下。雇用指数も2ヶ月連続で低下した。輸出受注指数はまだ比較的堅調な水準にあるが、5月のピークからは低下してきている。ISM製造業指数は、このところ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月に入ってからの一連の金融市場の混乱が製造業の急速なマインド悪化につながったといえよう。発表元のISMによれば、今回の43.5ポイントという水準は、年率0.8%成長に相当するとのことだが、過去の景気後退局面の水準に近いところまで低下しているのは確かだ。企業に過剰設備や過剰在庫の積み上がりがなく、新興国景気にも支えられる分、製造業活動はある程度の底堅さを維持するとみているが、当面は弱めの推移が続こう。



○ 9月雇用統計 (10月3日)

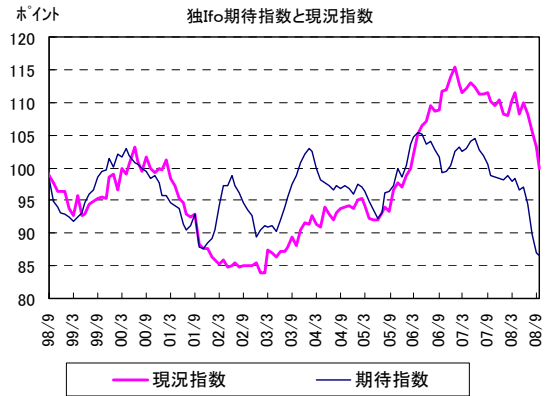
9月の非農業部門雇用者数は前月比▲15.9万人と、9ヶ月連続で減少した。減少幅は市場予想の▲10.5万人を上回り、2003年3月以来の大幅な減少となった。なお、労働省によればハリケーンが雇用統計に及ぼした影響は軽微とのこと。業種別には、建設業や製造業の減少に加え、今回は民間サービス業での悪化が大きい。失業率は8月と同じ6.1%となったが、小数点3桁表示では6.055%→6.125%と上昇。週平均労働時間は5ヶ月ぶりに減少し、時間当たり賃金の伸びも鈍化した。今回の雇用統計では、全体的に労働市場の調整が深刻化している様子が示された。特に9月以降、金融市場が一段と混乱する中、企業は雇用に関して慎重姿勢を強めており、米国経済が後タリセッションと判定される可能性が高まっている。



《 欧 州 》

○ 9月ドイツIFO景況感指数 (9月24日)

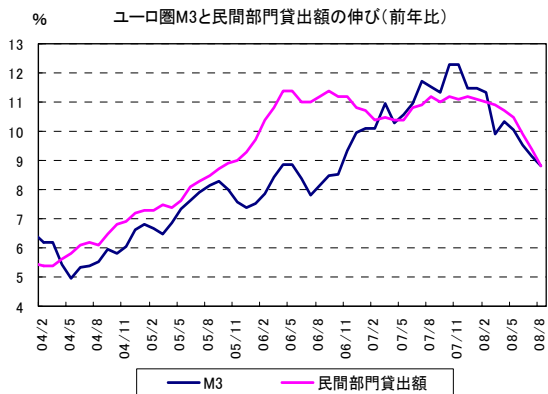
9月のドイツIFO景況感指数は、前月の94.8ポイントから92.9ポイントへと低下し、市場予想(94.3、ブルームバーグ調査)も下回った。商品相場が調整色を強めていることなどから、市場では小幅の低下に留まると予想されていたが、大幅な低下となった。現況指数は103.2→99.8、期待指数は87.0→86.5へと、共に低下している。セクター別に見ると、牽引役である製造業が4.8ポイントの大幅低下となったのが目立つ。発表元のIfo経済研究所によると、今回の調査のうち6割はリーマン破綻の前に回答されていたとのことであり、このまま金融不安が続けば10月にはさらに低下する可能性が高い。



(出所)Ifo経済研究所

○ 8月ユーロ圏マネーサプライ (9月25日)

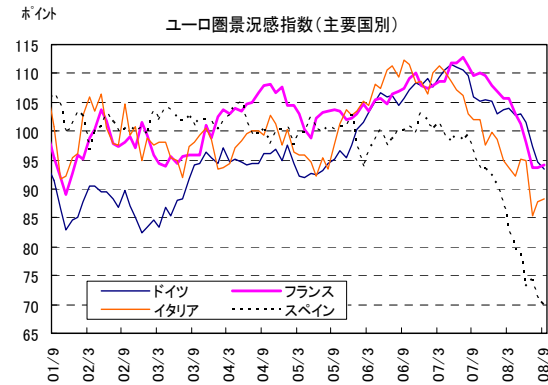
8月のユーロ圏M3の伸び率は、前年比8.8%となり、7月の同9.1%から鈍化した。M3の伸び率は2007年11月をピークに、鈍化傾向にある。民間部門向けの銀行貸出額の伸びも、7月の前年比9.4%から同8.8%へと鈍化、中でも、ECBが警戒している非金融企業向け貸出の伸びは、7月の同13.1%から同12.6%へと、4ヶ月連続の鈍化となった。伸び率自体は依然として高いため、ECBは当面警戒を続けると思われるが、景気減速により、今後もM3、貸出の伸びともに鈍化傾向が続くと予想され、ECBのインフレ警戒姿勢は次第に緩和に向かうとみている。



(出所)ECB

○ 9月ユーロ圏景況感指数 (9月28日)

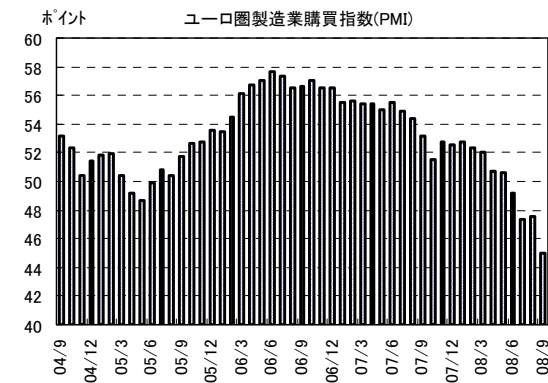
9月のユーロ圏景況感指数は、8月の88.5ポイントから87.5ポイントへと低下した。市場予想(87.3、ブルームバーグ調査)は上回ったものの、昨年夏場より低下傾向が続いている。今回の結果は2001年11月以来の低水準であり、ユーロ圏景気の減速がより鮮明となった形。項目別にみると、消費者信頼感と小売業の景況感、8月以降ガソリン・食品価格が低下したことにより上昇したものの、鉱工業・サービス・建設業の各景況感低下した。主要国別では、ドイツは94.7→93.4、スペインは71.0→69.6へと低下が続いた。商品市況の調整やユーロ安が進んだことなどからフランスは93.6→94.1、イタリアは87.7→88.2と上昇したものの、依然低い水準にある。



(出所)欧州委員会

○ 9月ユーロ圏製造業PMI (確定値) (10月1日)

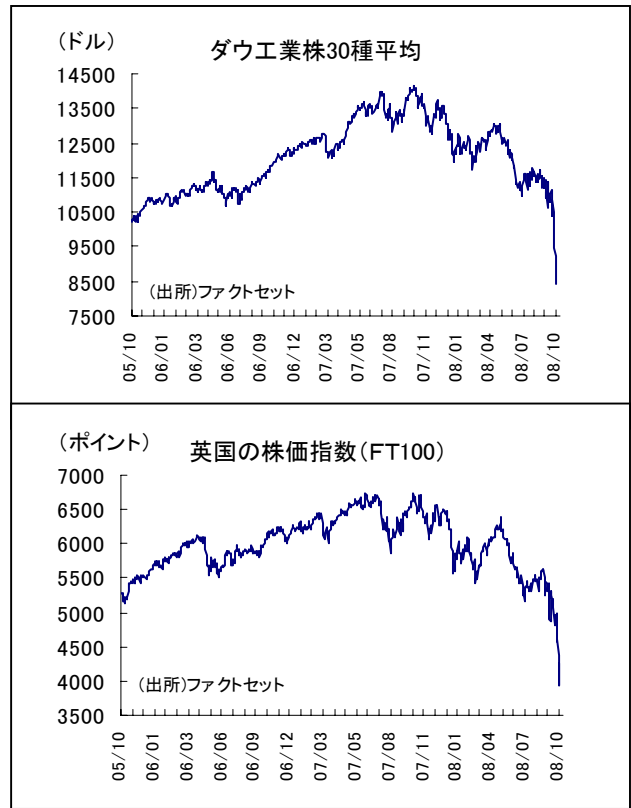
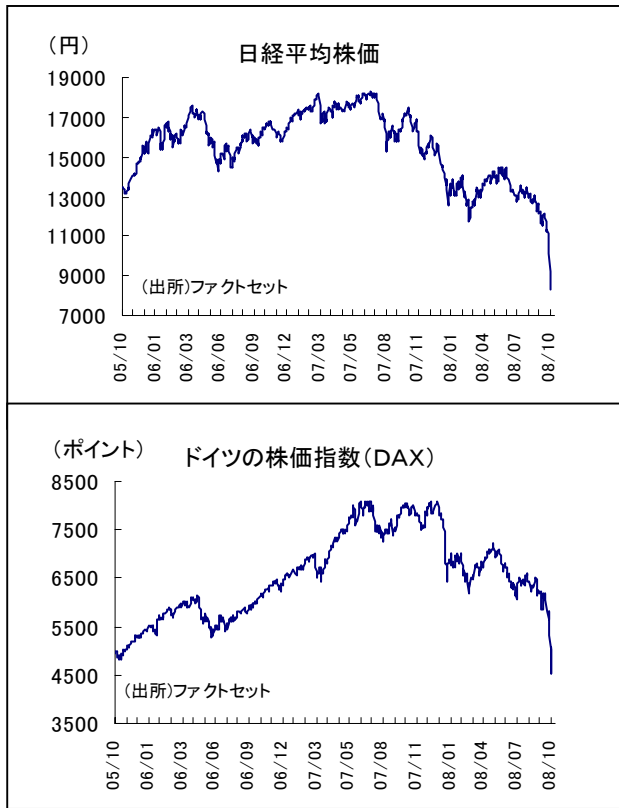
9月のユーロ圏製造業PMIは、8月の47.6ポイントから45.0ポイントへと大幅に低下した。活動の拡大と縮小の境目とされる50ポイントを4ヶ月連続で下回っており、製造業活動の減速基調が強まっている。項目別に見ると、新規受注は2.9ポイント低下の41.7ポイントとなり、6ヶ月連続で50ポイントを下回った。また、生産指数は3.6ポイント低下の44.1ポイント、雇用指数は1.8ポイント低下の48.8ポイントといずれも低下し、4ヶ月連続で50ポイントを下回っている。総合指数の構成項目ではないが、仕入価格指数の低下が販売価格指数の低下を上回っており、原油・穀物価格の低下で、交易条件は改善している模様だ。



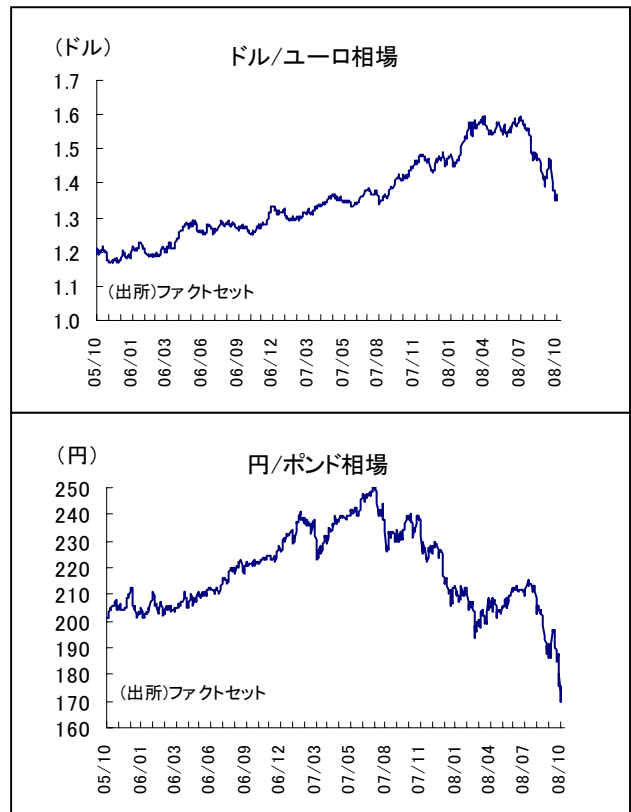
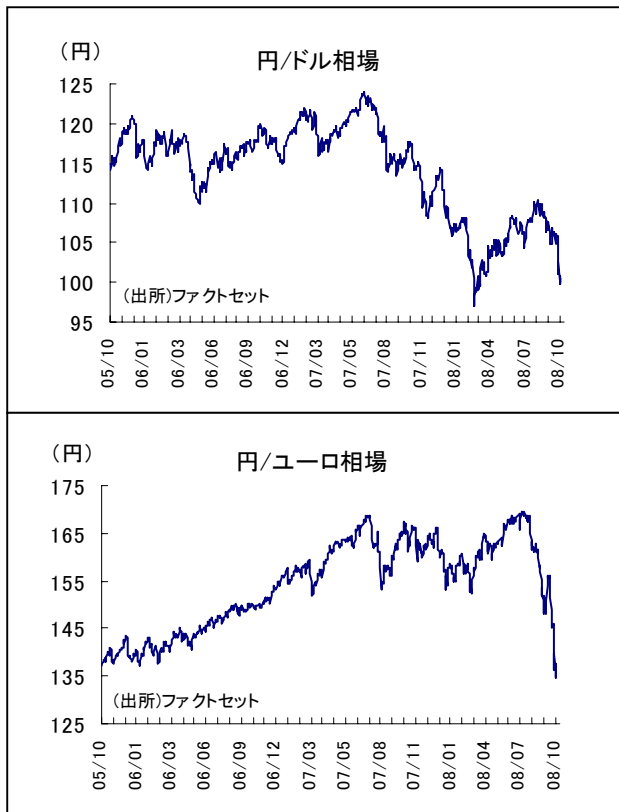
(出所)RBS, Markit

日米欧マーケットの動向 (2008年10月10日現在)

▽各国の株価動向

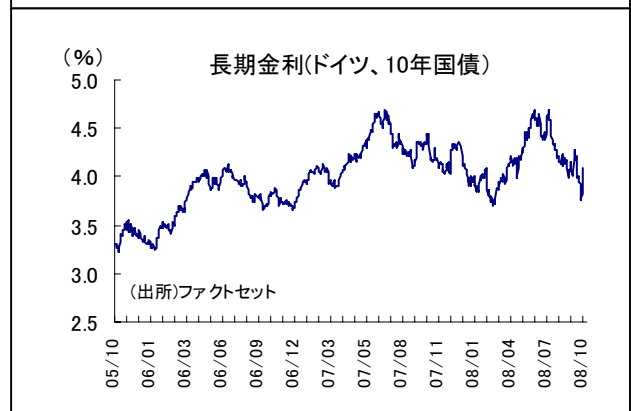
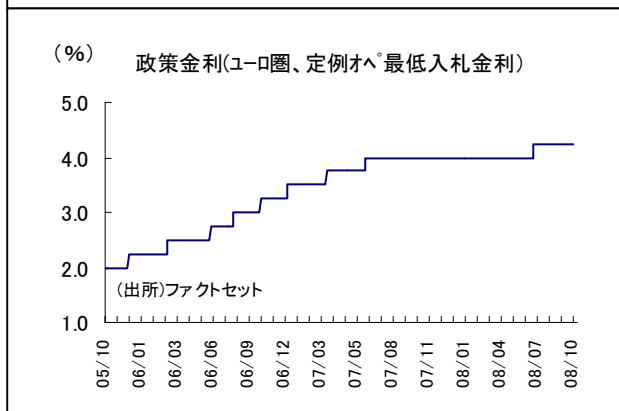
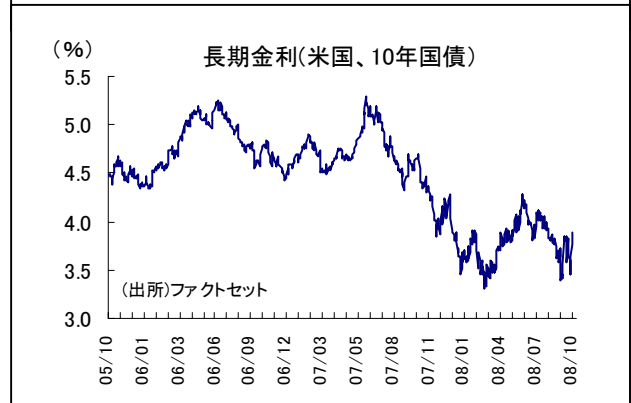
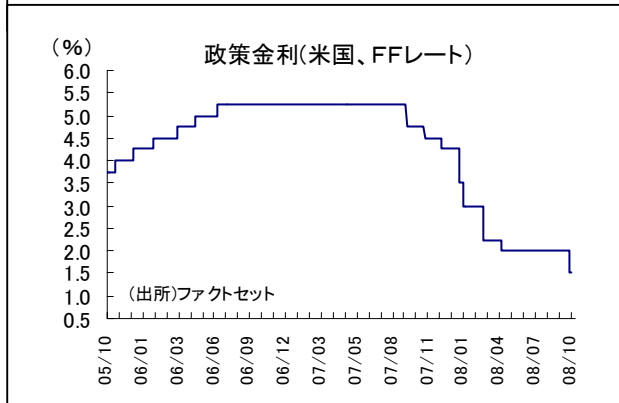
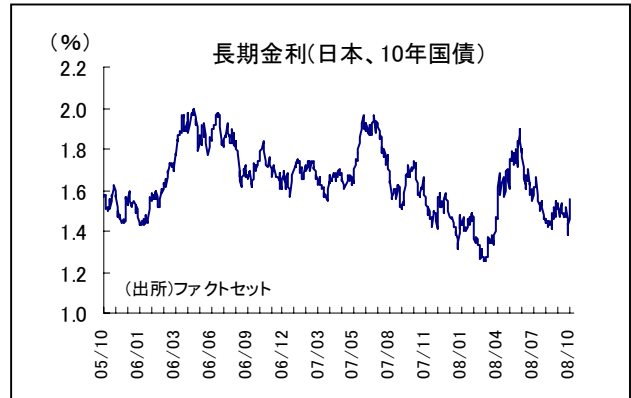
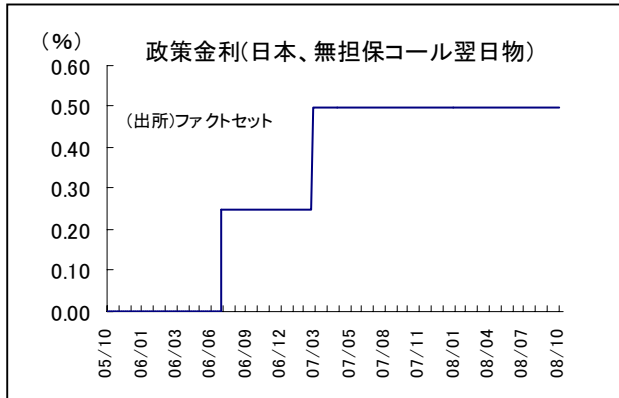


▽外為市場の動向

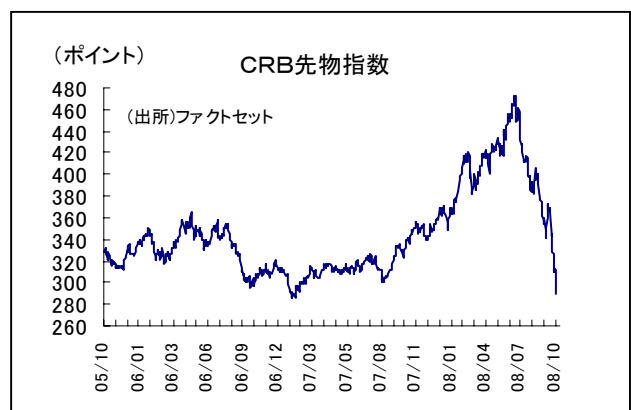
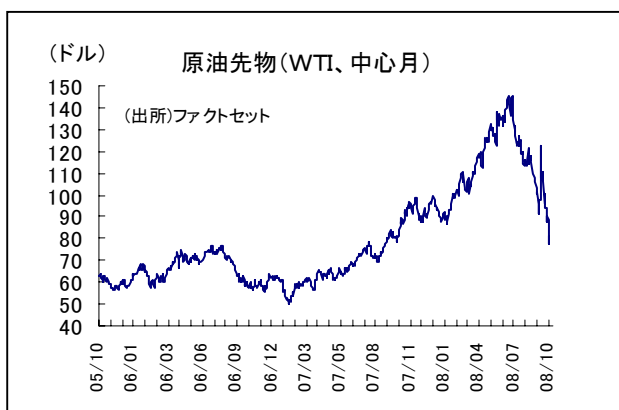




▽各国の金利動向



▽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担当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、心光勝典、大広泰三、吉川隼人