

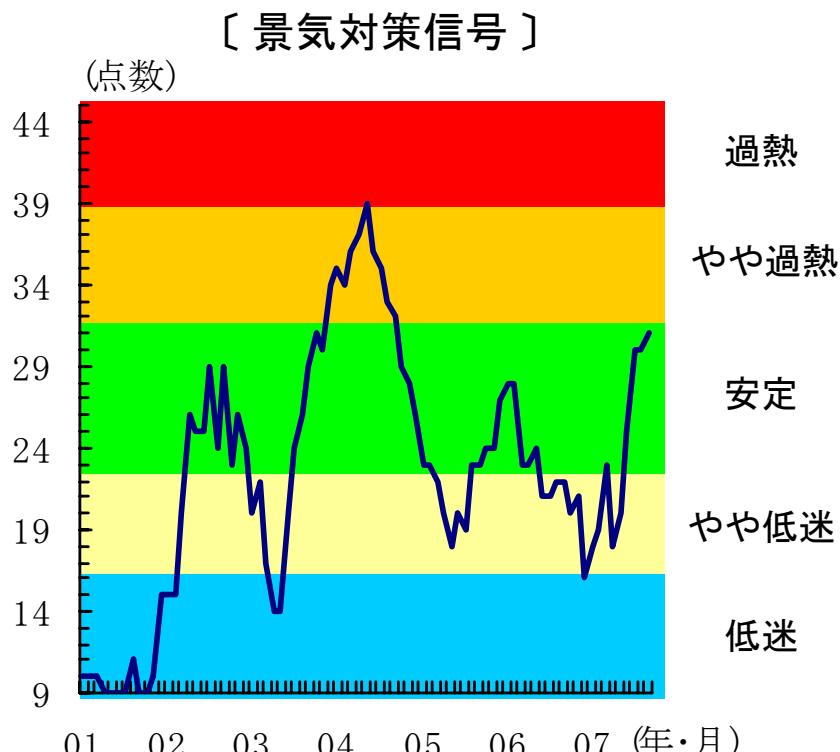
# I. 台湾の景気の現状

- 景気は、2006年末頃を底に、現在に至るまで回復基調を維持
  - ・ 一致指数(トレンド成分除去値)は、06年11月～07年2月にかけて、98台で推移した後、上昇基調に転じている。景気対策信号も、06年12月をボトムに上昇基調にある
  - ・ ただし、先行指数(6カ月移動平均値前年同月比)は、上昇基調を維持しているものの、若干頭打ちの気配



- (注) 1. 2007年8月に改訂された新基準値。  
2. 先行指数は、6カ月移動平均値の前年同月比。  
3. 一致指数は、トレンド成分除去値。

(資料)台湾行政院経済建設委員会ホームページにより作成



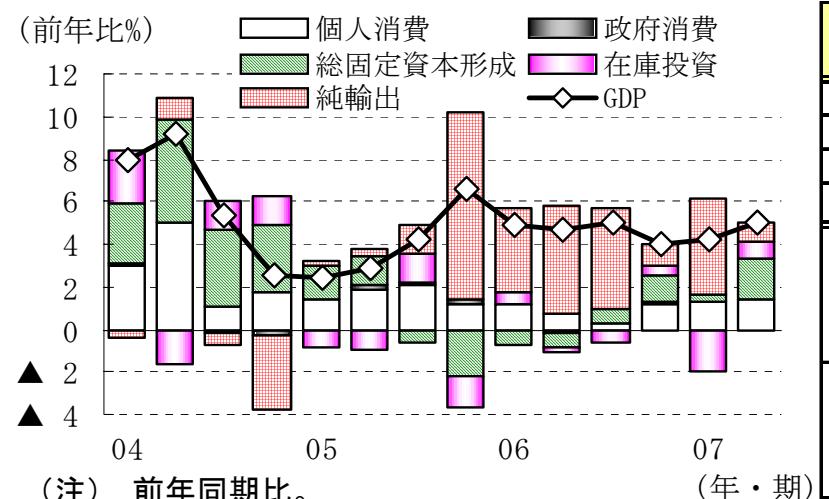
- (注)2007年8月に改訂された新基準値。  
(資料)台湾行政院経済建設委員会ホームページにより作成

○ 実質GDP成長率(前年同期比)でみても、回復基調が確認できる

- 07年4~6月期は+5.1%(06年10~12月期: +4.0%、07年1~3月期: +4.2%)

—— 輸出、個人消費の緩やかな回復傾向に加え、総固定資本形成の伸びの高まりを背景に、5%台の成長を記録

〔実質GDP成長率〕



〔需要項目別寄与度〕

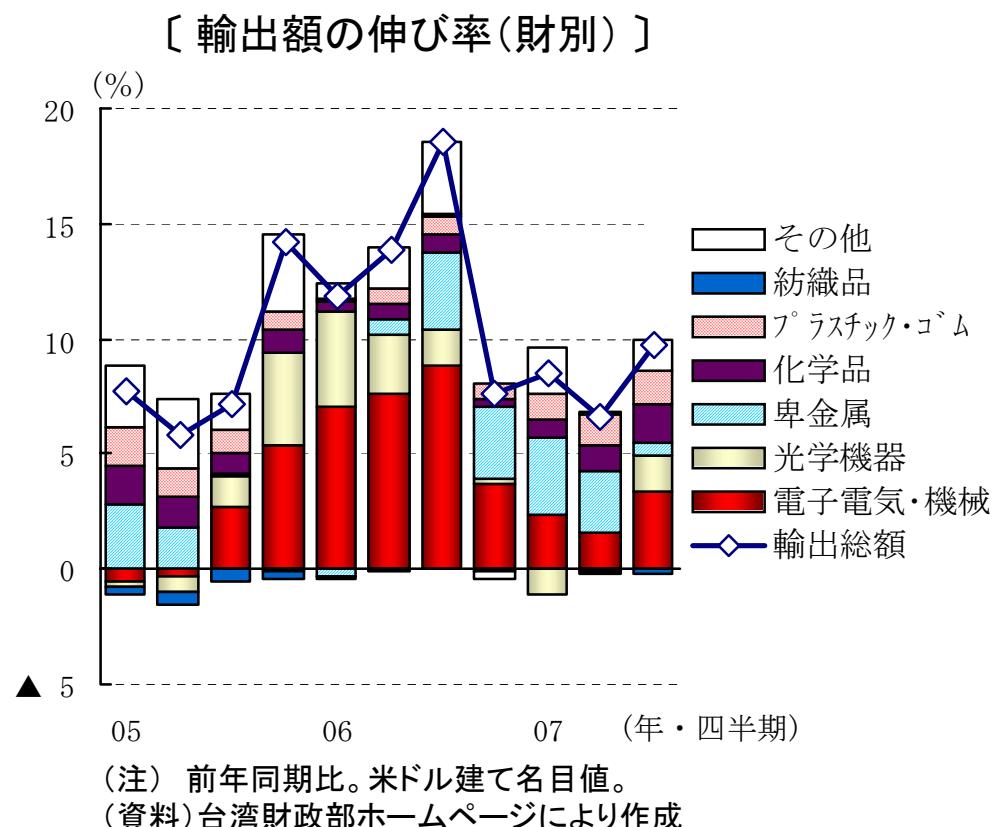
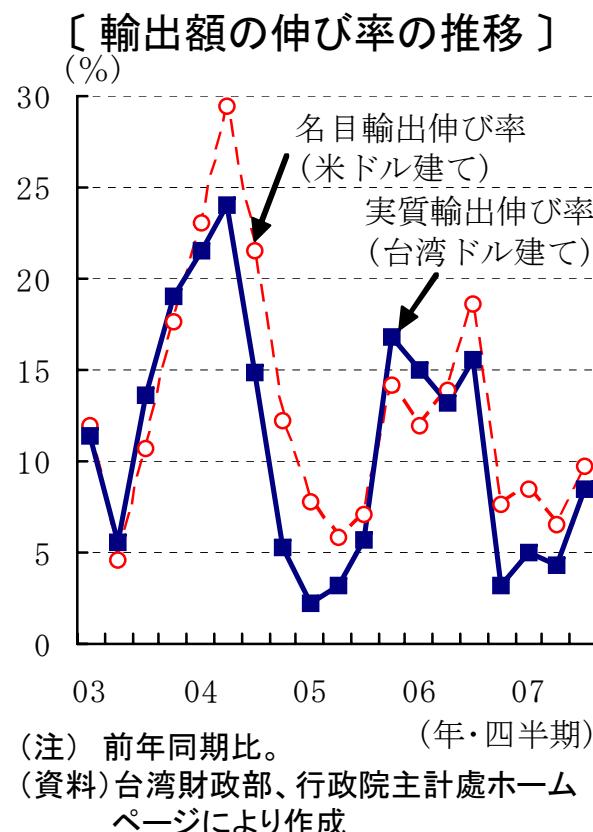
(単位: %)

	実質GDP成長率	個人消費	政府消費	総固定資本形成	在庫増減	輸出等	輸入等
2003	3.5	0.9	0.1	0.3	0.4	5.5	▲ 3.7
2004	6.2	2.7	▲ 0.1	3.6	0.9	8.2	▲ 9.1
2005	4.1	1.6	0.1	0.0	▲ 0.4	4.7	▲ 1.9
2006	4.7	0.8	▲ 0.0	0.2	0.0	6.5	▲ 2.9
2003	3.6	1.3	0.1	0.4	1.0	5.4	▲ 4.6
Q1	▲ 0.2	▲ 1.5	0.0	▲ 1.3	1.3	2.1	▲ 0.8
Q2	4.1	2.1	0.1	▲ 0.3	▲ 1.9	5.3	▲ 1.3
Q3	6.3	1.6	0.1	2.3	1.3	9.1	▲ 8.0
Q4							
2004	8.0	2.9	0.2	2.8	2.4	9.7	▲ 10.1
Q1	9.2	5.0	▲ 0.0	4.9	▲ 1.6	13.2	▲ 12.2
Q2	5.4	1.1	▲ 0.2	3.6	1.4	7.8	▲ 8.3
Q3	2.5	1.8	▲ 0.2	3.1	1.3	2.7	▲ 6.2
Q4							
2005	2.5	1.4	▲ 0.0	1.6	▲ 0.7	1.8	▲ 1.5
Q1	2.9	1.8	0.2	1.4	▲ 0.9	2.4	▲ 2.1
Q2	4.2	2.1	0.1	▲ 0.6	1.4	4.4	▲ 3.1
Q3	6.6	1.1	0.2	▲ 2.2	▲ 1.4	9.8	▲ 1.0
Q4							
2006	5.0	1.2	▲ 0.0	▲ 0.7	0.6	8.4	▲ 4.5
Q1	4.7	0.7	▲ 0.2	▲ 0.7	▲ 0.3	8.1	▲ 3.0
Q2	5.1	0.2	0.0	0.8	▲ 0.6	8.0	▲ 3.4
Q3	4.0	1.2	0.0	1.3	0.4	2.0	▲ 0.9
Q4							
2007	4.2	1.3	▲ 0.1	0.4	▲ 1.9	4.0	0.5
Q1	5.1	1.4	0.0	1.8	0.8	3.3	▲ 2.3
Q2							

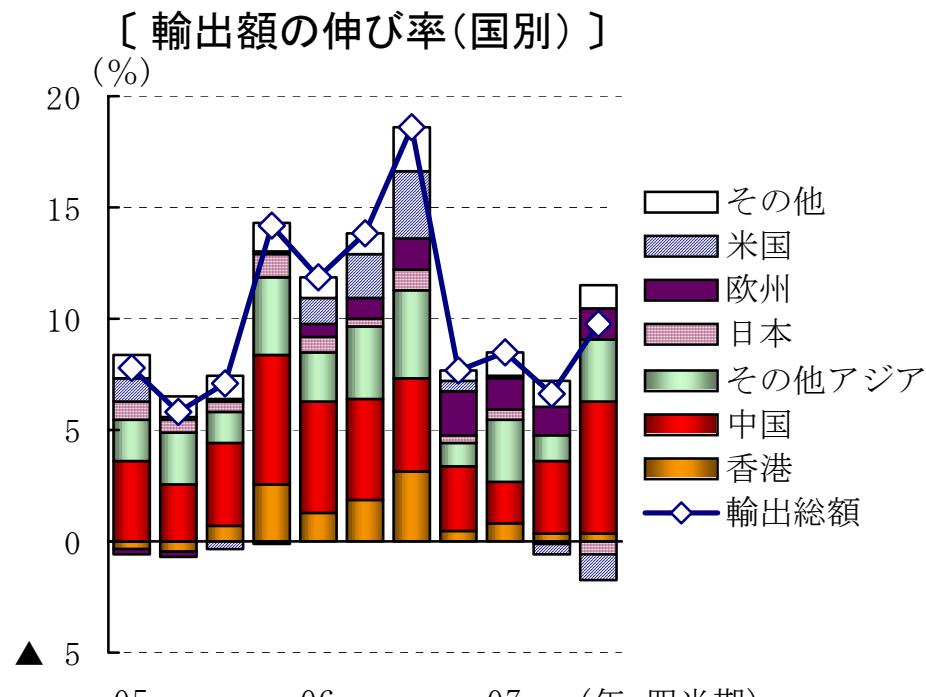
(注) 前年同期比。(資料)台湾行政院主計處ホームページにより作成

○ 輸出は緩やかな回復基調を維持

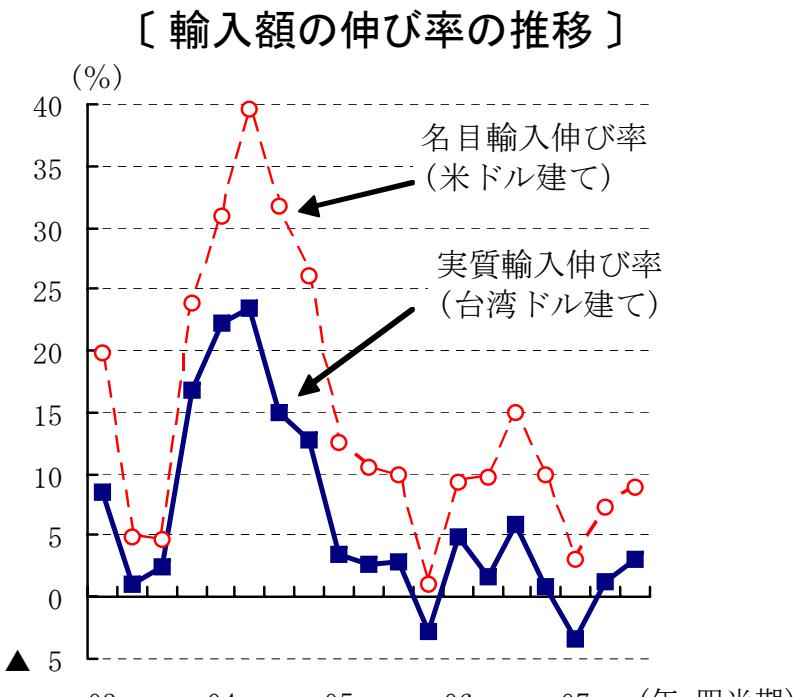
- ・ 実質台灣ドル建てベースの輸出の伸び率は06年10～12月期を底に、緩やかに回復
  - 06年10～12月期の前年同期比伸び率は+3.2%、07年7～9月期は同+8.4%
- ・ 電子電気・機械、光学機器といったIT・デジタル関連財の復調に加え、化学品・プラスチック・ゴムが好調を持続



- 米国景気の減速を背景に、対米輸出の伸びはマイナスに転じたが、経済が好調な中国・その他アジア・欧州向けの輸出の伸びがその穴を埋め合わせる形に
- 輸入もゆっくりと回復
  - 07年1~3月期の実質台湾ドル建て輸入額の伸び率は、前年同期比で▲3.4%だったが、7~9月期には+3.0%へ



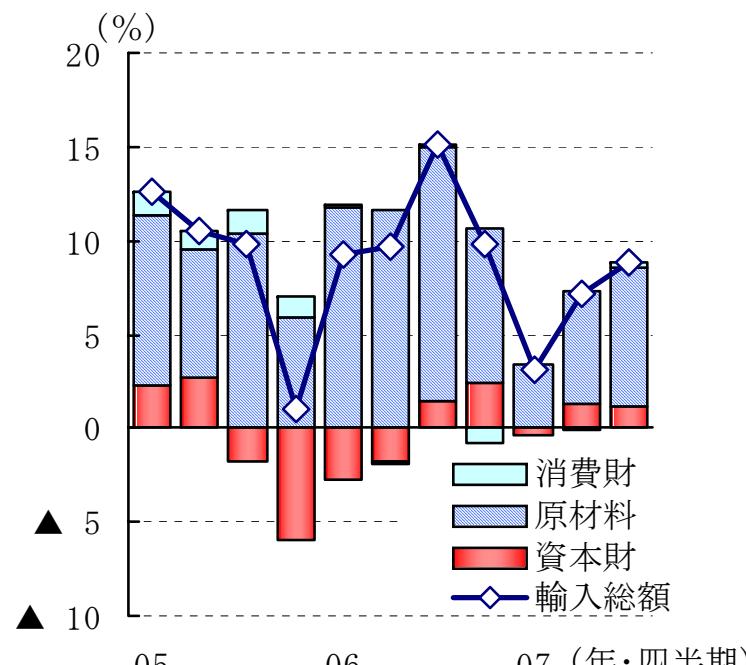
(注) 前年同期比。米ドル建て名目値。  
(資料)台湾財政部ホームページにより作成



(注) 前年同期比。  
(資料)台湾財政部、行政院主計處ホームページにより作成

- ・輸出環境の改善を追い風に生産が回復し、原材料輸入の伸びが高まったことが、輸入回復の主因。資本財輸入も、輸入の伸びに一定の貢献
- 輸出の伸びが輸入の伸びを上回る状況が続いており、実質貿易黒字は引き続き拡大
- ・07年7~9月期の実質貿易黒字は前年同期比20.3%増

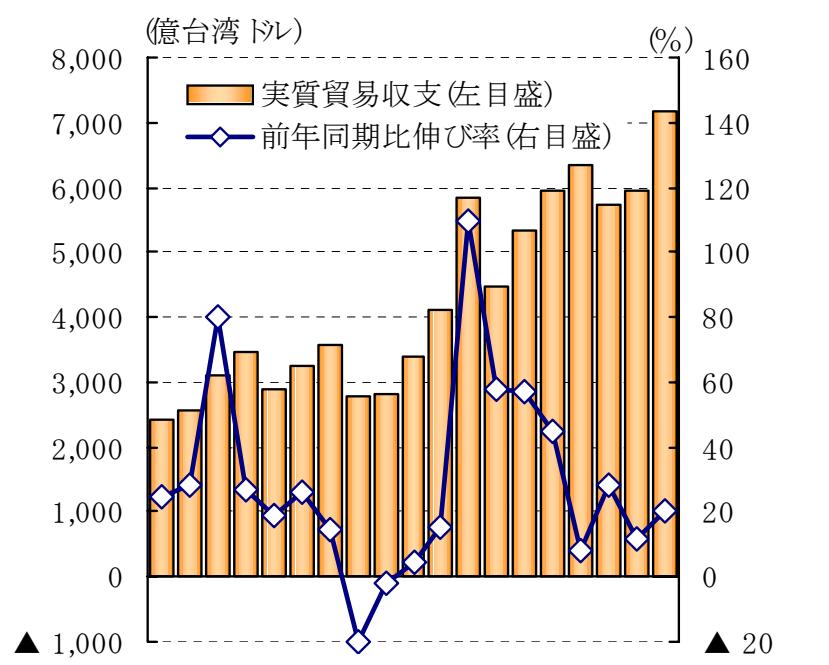
〔輸入額伸び率(用途別寄与度)〕



(注) 前年同期比。米ドル建て名目値。

(資料)台湾財政部ホームページにより作成

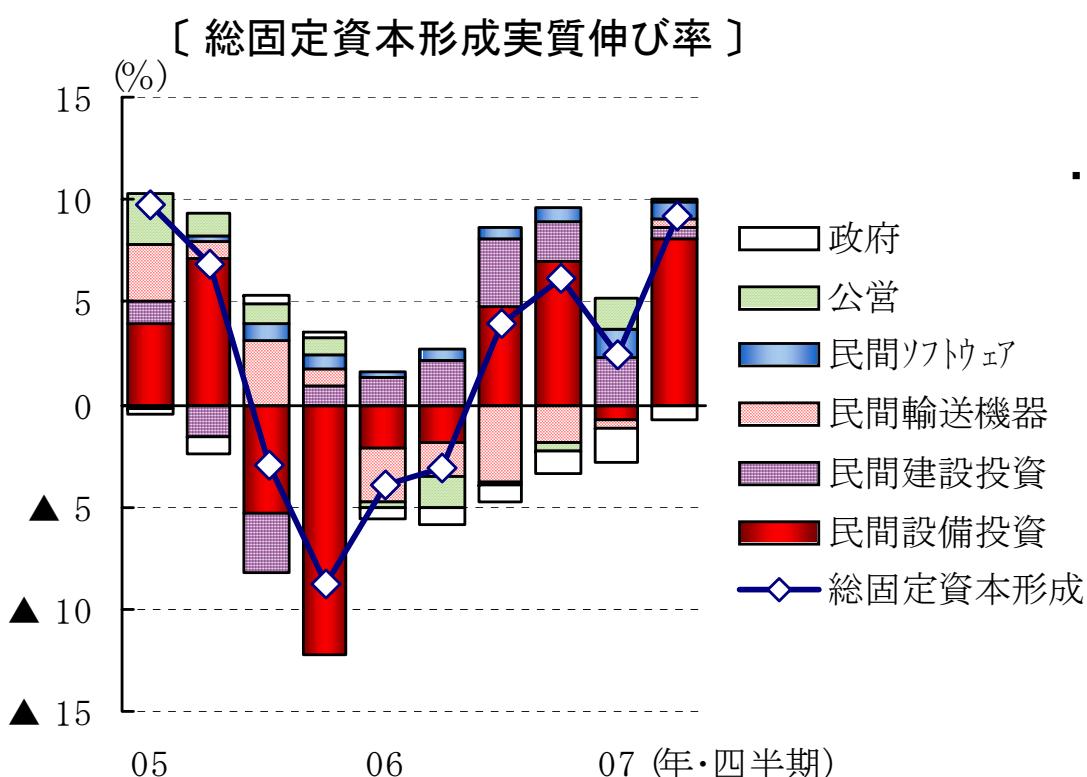
〔実質貿易収支〕



(注) 前年同期比。

(資料)台湾財政部、行政院主計處ホームページにより作成

- 07年4～6月期の総固定資本形成の実質伸び率(前年同期比)は+9.2%。05年1～3月期以来、約2年ぶりに+10%近くの伸びを記録。
  - ・ 民間設備投資の高い伸びがその主因(前年同期比+20.2%)。民間ソフトウェア投資も堅調な伸びを維持(+9.5%)
    - とりわけDRAMメーカーの設備導入がこの時期に集中したことによる模様



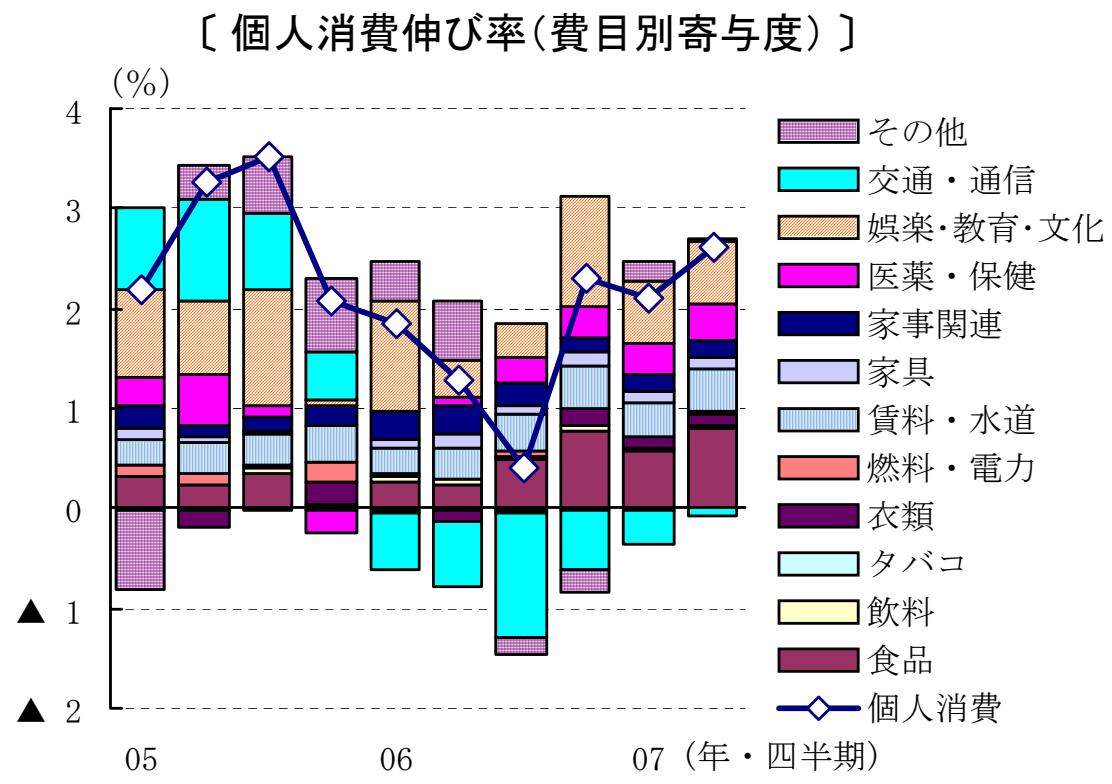
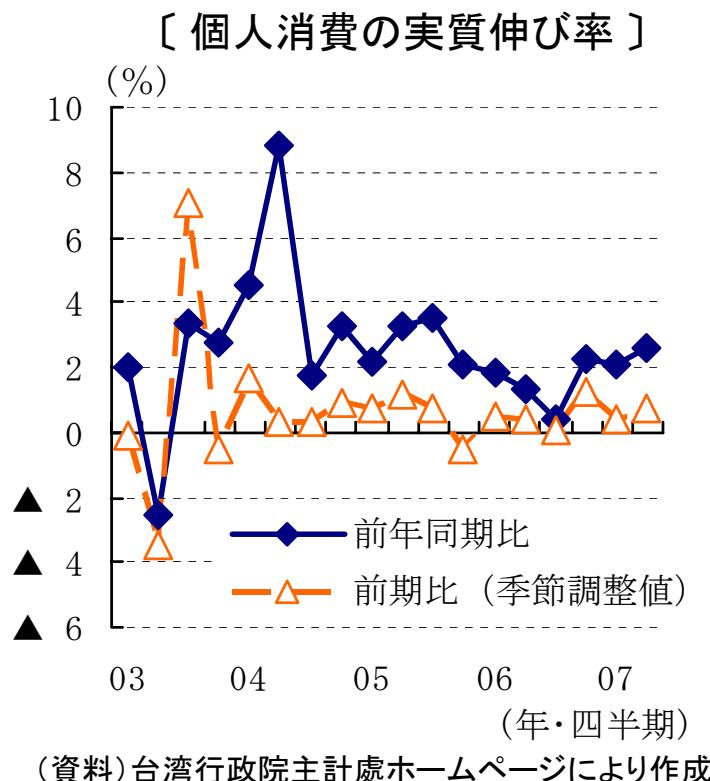
(注) 前年同期比。

(資料)台湾行政院主計處ホームページにより作成

©Mizuho Research Institute

- ・ その一方で、約1年半にわたり、比較的高い伸びを記録してきた民間建設投資の伸びが鈍化。07年4～6月は+2.4%に低下
- ・ 政府投資の伸びのマイナス幅は縮小しているが、依然として▲5.2%と大きなマイナスを記録。政府投資のマイナス成長は、6四半期連続
  - 政府予算案の遅延などがその背景に

- 個人消費の伸び率は依然として実質GDP成長率を大きく下回る水準ながら、緩やかに回復
  - ・ 07年4~6月期の個人消費の伸び率は、前年同期比で+2.6%。06年7~9月期の+0.4%を底に、緩やかな回復基調を維持
    - 自動車購入を主体とする交通・通信支出の伸びは依然マイナス圏ながらも、マイナス幅は縮小。娯楽・教育・文化関連が比較的堅調な伸びを記録



## Ⅱ. サブプライムローンの陰影 ～米国経済の先行き展望を中心に～

### (1) サブプライムローン問題と米国経済

#### ○ サブプライムローンの陰影

- 07年10月19日G7(7か国財務大臣・中央銀行総裁会議)共同声明で、サブプライムローン問題と名指しはしなかったものの、それに端を発した世界的な金融市場の混乱への注視が必要であること、それが世界経済の成長を減速させる恐れがあるとの見通しに言及

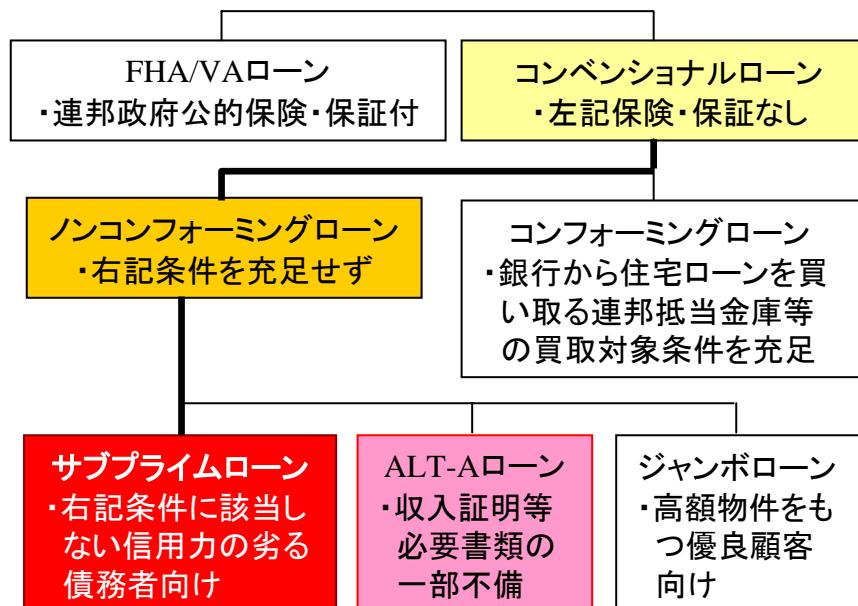
[ G7共同声明概要(07年10月19日、金融市場の混乱関連抜粋) ]

- 世界の経済成長は力強い成長が5年目に入っている。最近の金融市場の混乱、原油価格の高騰、米国の住宅部門の弱さは、成長を減速させるだろうが、我々の経済全体のファンダメンタルズは引き続き協力であり、新興市場国も世界経済の強さに重要な刺激を与える。
- 世界的な金融市場の混乱の後、金融市場の機能は回復しつつある。世界経済の力強いファンダメンタルズと資本の充実した金融機関が、健全性と抵抗力の基盤となっているが、市場によりバラつきのある状況は今後しばらく続くとみられ、注視が必要。
- 最近の金融混乱への対応は、要因の十分な分析に基づいて行なわなければならない。金融安定化フォーラムに対し、混乱の背景にある要因の分析、金融機関の監督に関する基本原則といった分野における提案を行なうことを要請。

(資料)財務省「7か国財務大臣・中央銀行総裁会議声明のポイント」2007年10月19日により作成  
([http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7\\_191019.pdf](http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/g7_191019.pdf))

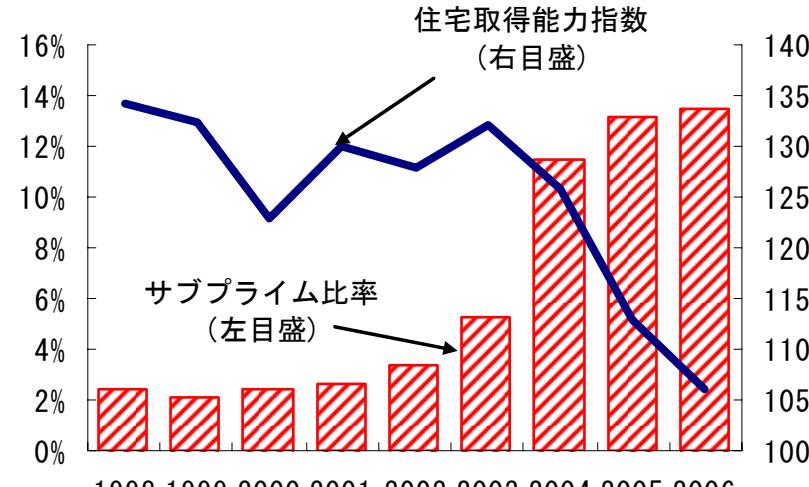
- サブプライムローンとは何か？
  - ・ 延滞履歴があるなど「信用力の低い借り手向け」の住宅ローン
- サブプライムローンの急増とその背景
  - ・ 新規住宅ローンにおけるサブプライムローンの割合(実行額ベース)は01～03年までは8%台。04年には18%、05年、06年にかけては21%と高水準で推移
  - ・ その規模は06年時点で1.3兆ドル程度、住宅ローン残高の約13%、対GDP比で約10%との推計
  - ・ 住宅価格上昇による家計の住宅取得難にある借り手、新たな収益源の確保を狙う貸し手
    - 当初の金利抑制、元本返済猶予などの初期返済負担の軽減商品の提供とその訴求力

〔米国の住宅ローンの分類〕



(資料)みずほ総研『サブプライム問題についての論点整理』2007  
年9月3日等により作成

〔サブプライムローンの普及状況〕

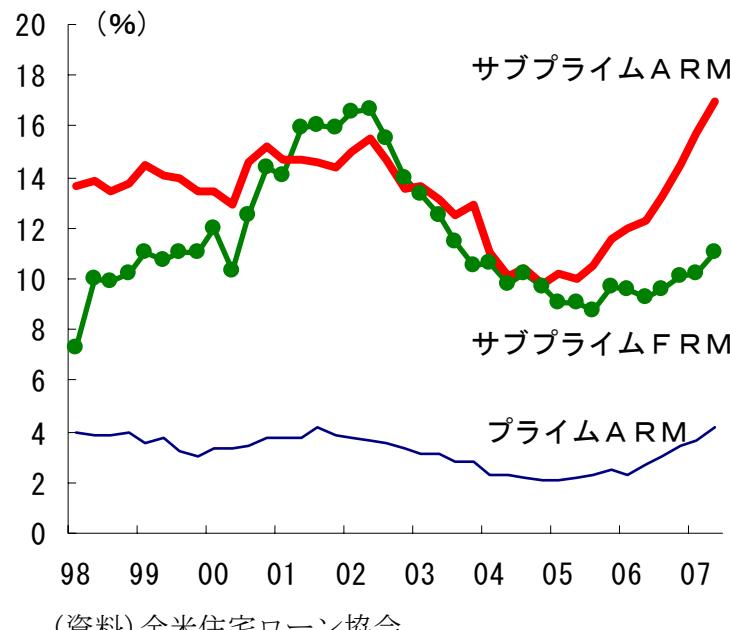


(注) サブプライム比率はローン件数ベース。住宅取得能力  
指数は元利返済負担が収入の25%の場合を100。  
同指数が高いほど取得能力が大きい。

(資料)全米不動産協会、全米住宅ローン協会

- サブプライムローンの「問題」化の構図
  - ・ 借入後2~3年の返済条件見直し(ペイメント・リセット)時に延滞に至るケース増加、中古住宅価格の下落も延滞債権増の背景に
- 今後、サブプライムローンの延滞率がどこまで達するかは不透明な情勢
  - ・ サブプライムローンのペイメント・リセット本格化は08年。多額の不良債権発生が予想される
    - S&P資料では、05~06年に実施された約3700億ドルが向こう1年間に亘り条件見直しを迎える模様
  - ・ Alt-Aローンも09年以降、サブプライムローンに代わりペイメント・リセットが同規模発生する公算

〔住宅ローンの延滞率〕

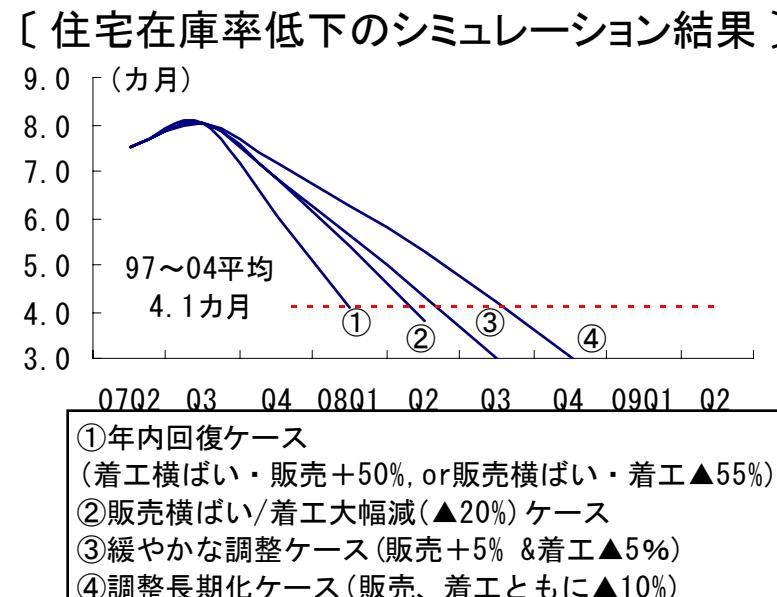
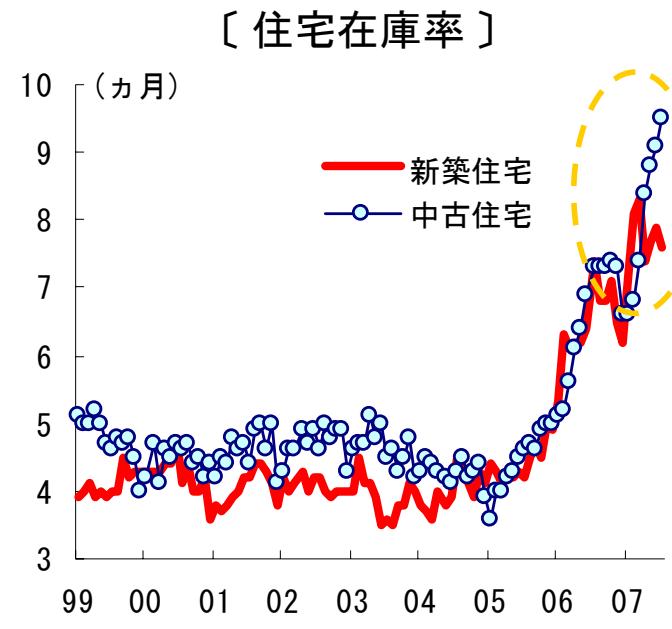


〔条件見直しを迎えるサブプライムローン〕

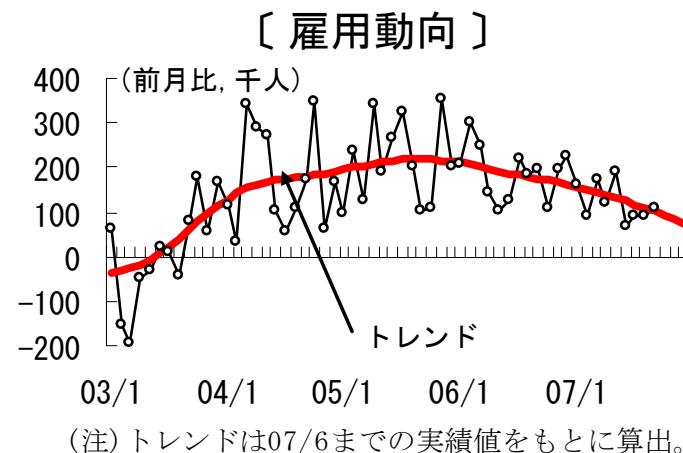
	サブプライムローン 新規貸出額 (10億ドル)	住宅ローンに 占める比率	うち 2/1ARM (10億ドル)	貸出条件 見直し時期
2005 4Q	138.9	39%	88.5	2007 3Q
2006 1Q	108.0	34%	75.6	2007 4Q
2006 2Q	121.1	28%	84.8	2008 1Q
2006 3Q	98.3	25%	61.1	2008 2Q
2006 4Q	99.0	31%	60.6	2008 3Q
合計	565.3	*	370.6	*

(資料) Standard &amp; Poor's, MBA

- サブプライムローン問題によって、住宅市場の調整はさらに長期化する可能性あり
  - ・ 住宅在庫率は新築8カ月、中古10カ月に達し、90年代後半以降で最も高い水準
  - ・ 適正在庫水準を4カ月程度とした場合の今後の在庫調整パスを考えると、08年半ばが一応の目処
    - 在庫調整は供給の絞込みが主導。住宅投資比率(対GDP)はピークの6.3%(05年10~12月期)から4.8%(07年4~6月期)まで縮小しているが、さらなる投資減少は避けられず
      - ◆ 緩やかな投資減 ⇒ 調整長期化、問題が燻り続け先行き不透明感をもたらす
      - ◆ 急激な投資減 ⇒ 回復時期は前倒しになるが、足下の調整は深刻に
  - ・ ただし、サブプライムローン問題による住宅ローンのタイト化が販売・着工ともに下押しすれば、調整は09年まで長期化する可能性も

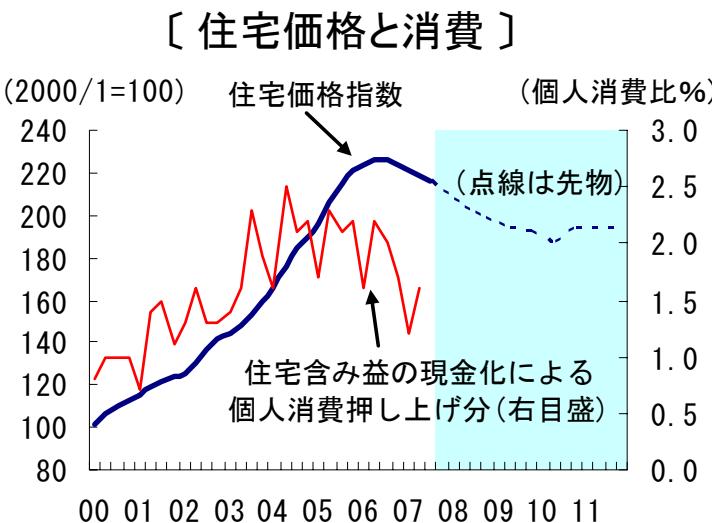


- 雇用の増加が続いているなど、個人消費が急速に失速する可能性は今のところ小さいが、雇用減速や住宅市場の調整とサブプライムローン問題を背景に軟化していく見込み
  - ・ 非農業部門雇用者数は07年9月時点で前月比+11.0万人と、雇用情勢は底堅さを維持。ただし、雇用者数の増加ペースは、緩やかな減速トレンドに沿ったものとなっている
    - 推計では、07年入り後、毎月5,000人ずつ雇用拡大ペースが鈍化
  - ・ 07年に入り、消費マインドの悪化傾向がみられるようになっている
  - ・ 主要都市部を中心に住宅価格の下落が続いていること、サブプライムローン問題を背景とした住宅ローンのタイト化が住宅価格の下落を進める要因に。住宅価格下落による資産効果の剥落や住宅含み益の現金化の縮小を通じて個人消費が下押しされる見込み



	雇用者数(前月比)			3カ月平均	
	0707	0708	0709	今月	前月
非農業部門	93	89	110	97	44
非農業・民間部門	117	32	73	74	72
財生産民間部門	-15	-64	-33	-37	-28
民間サービス部門	132	96	106	111	100
政府部門	-24	57	37	23	-27

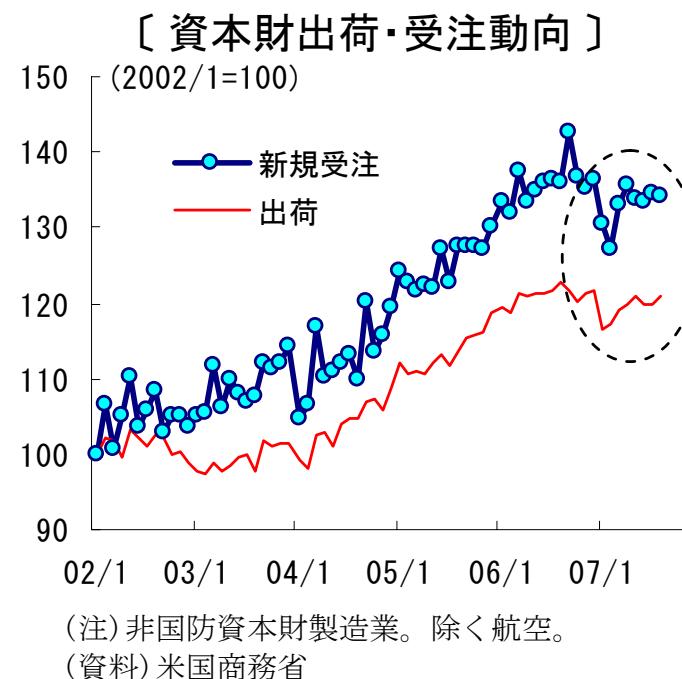
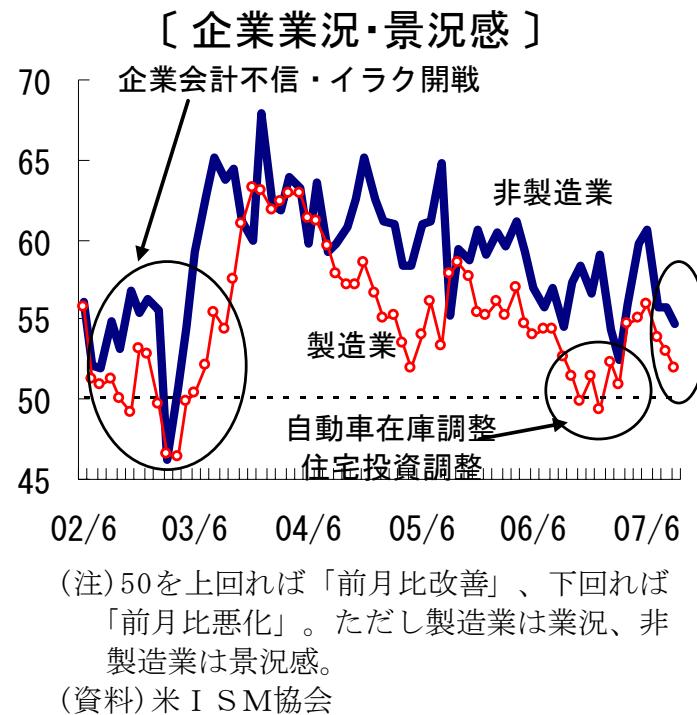
(資料)米国労働省



(注)住宅価格指数は2007年4～6月期まで実績、同年7～9月期は7月実績を利用。それ以降は直近日の先物価格。

(資料) S & P、CME、F R B

- 企業部門にも減速傾向はみられるが、企業の手元資金が潤沢であるなど、経営指標は総じて良好であり、減速の速度は緩やか。また海外経済の拡大とドル安を背景に輸出の伸びが期待できる。家計部門に不安を抱えており、景気は「減速」するものの、景気「後退」のリスクは低いと考えられる
  - ・ 製造業ISM指数は07年9月52.0%（前月比▲0.9ポイント）、非製造業ISM指数は54.8（同▲1.0ポイント）と、両指数ともに07年6月をピークに低下傾向。ただし、前月比改善を示す50以上にある
  - ・ 4～6月期に持ち直しを見せた設備投資活動はこのところ足踏み
    - 資本財の出荷・受注は横這い推移



- ただし、設備投資、輸出についてもダウンサイドリスクがあることには注意が必要
  - ・ リスクサブプライムローン問題による金融機関のバランスシートの悪化を背景とした金融機関の貸出姿勢の保守化、金融市場の混乱の深刻化のリスク
    - 住宅ローン専門金融機関の破綻が相次いだS&L危機(88～92年)時と比較し、サブプライム問題の最終損失額は小さいが、サブプライムローンの証券化商品の「時価評価損」の問題を含めると、金融機関の経営問題を軽視はできない
  - ・ 先行き不透明感があるなか、企業経営者の設備投資先送りのリスク
- 輸出についても、欧米金融機関による新興国向け投融資の慎重化、引き揚げが強まれば、下押し圧力がかかる恐れも

[ S&L危機とサブプライムローン問題の比較 ]

(10億ドル)

S & L 危機		サブプライム問題	
最終損失額		最終損失額	時価評価損
		サブプライム ~145	ABS ~65-70
		Alt-A ~25	ABS CDOs ~120-130
145.7	計	~170	計 ~200

(資料)FDIC(2000)、IMF(2007)

- 住宅投資の悪化が足かせとなり、米国経済は潜在成長率である3%を下回る成長を続けると予測。
  - ・ 07年は2.1%、08年2.7%の実質GDP成長率と予測

[ 米国景気予測(暫定値) ]

	2006年 実績)	2007年 (予測)	2008年 (予測)	2006年		2007年(予測)		2008年(予測)	
				上期	下期	上期	下期	上期	下期
GDP	2.9	2.1	2.7	3.3	1.7	1.8	3.3	2.4	2.6
個人消費	3.1	2.9	2.4	3.1	2.9	3.2	2.2	2.5	2.3
住宅投資	▲4.6	▲16.4	▲13.0	▲3.3	▲17.5	▲15.5	▲17.1	▲14.8	▲4.4
設備投資	6.6	4.1	4.0	8.5	3.2	3.4	6.6	2.7	4.0
在庫投資(億ドル)	403	63	41	449	357	30	96	▲12	93
政府支出	1.8	2.1	3.1	2.2	1.5	1.6	3.5	2.9	3.0
財サービスの純輸出(億ドル)	▲6,245	▲5,606	▲4,963	▲6,334	▲6,156	▲5,930	▲5,282	▲4,941	▲4,985
財サービスの輸出	8.4	7.8	8.3	9.8	7.8	5.9	11.8	7.9	5.7
財サービスの輸入	5.9	2.0	2.6	7.6	3.3	1.6	1.4	2.2	4.7
国内最終需要	2.7	1.8	2.0	3.1	1.5	1.9	2.0	1.9	2.4
コア個人消費支出デフレーター(前年比)	2.2	2.0	1.9	2.1	2.3	2.2	1.9	1.8	1.9
経常収支(億ドル)	▲8,115	▲7,576	▲6,880	▲4,062	▲4,053	▲3,879	▲3,697	▲3,438	▲3,442
<対名目GDP比>	▲6.2	▲5.5	▲4.8	▲6.2	▲6.1	▲5.7	▲5.3	▲4.8	▲4.7

(注)暦年の値は前年比、半期の値は前期比年率の各伸び率。網掛けは予測。

経常収支は、半期が季節調整値、暦年はその合計。対名目GDP比は年率。

(資料)米国商務省、米国労働省

## II. サブプライムローンの陰影 ~米国経済の先行き展望を中心に~

### (2) ヨーロッパ

- 二つの減速懸念があったヨーロッパは、07年前半まで潜在成長率(+2.25%程度)を上回る成長
  - 06年の実質GDP成長率は+2.9%、07年前半は前期比+2.7%
    - 懸念① ヨーロッパ・米国の景気減速による輸出・設備投資の鈍化
    - 懸念② ドイツの付加価値税引き上げによる個人消費の落ち込み
      - 新興国、資源国の経済好調や、それらの地域への直接投資増による輸出誘発効果
      - ドイツにおける雇用・バランスシート調整一巡による体質改善
- 08年は減速すれども、潜在成長率に近いペースでの伸びが続くと予測
  - 輸出は減速。新興国・資源国の高成長が続くも、米景気減速やヨーロッパ高が抑制要因に
  - 設備投資も、利上げの効果による資金調達コスト増加の影響が出始め、鈍化
  - 雇用の改善を背景とした個人消費の伸びの高まりや、リストラ一巡による体力改善が下支え

〔ヨーロッパ景気予測(暫定値)〕

(単位: %)

	2006年 (実績)	2007年 (予測)	2008年 (予測)	2007年		2008年	
				上期(予)	下期(予)	上期(予)	下期(予)
実質GDP	2.9	2.6	2.0	2.7	1.9	1.9	2.2
民間消費	1.9	1.5	2.2	1.0	2.3	2.1	2.1
政府消費	1.9	1.8	1.7	2.2	1.4	1.8	1.8
固定資本形成	5.3	4.8	2.4	5.5	2.4	2.4	2.5
外需(寄与度)	0.3	0.3	0.0	0.7	▲ 0.1	0.0	0.1
輸出	8.2	5.6	4.7	5.8	4.3	4.6	5.2
輸入	7.8	5.0	4.9	4.1	4.7	4.8	5.3
在庫・誤差脱漏(寄与度)	0.1	0.0	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.2	0.0
内需	2.7	2.3	2.0	2.0	2.0	1.9	2.2
消費者物価	2.2	2.0	1.9	1.9	2.2	2.1	1.9

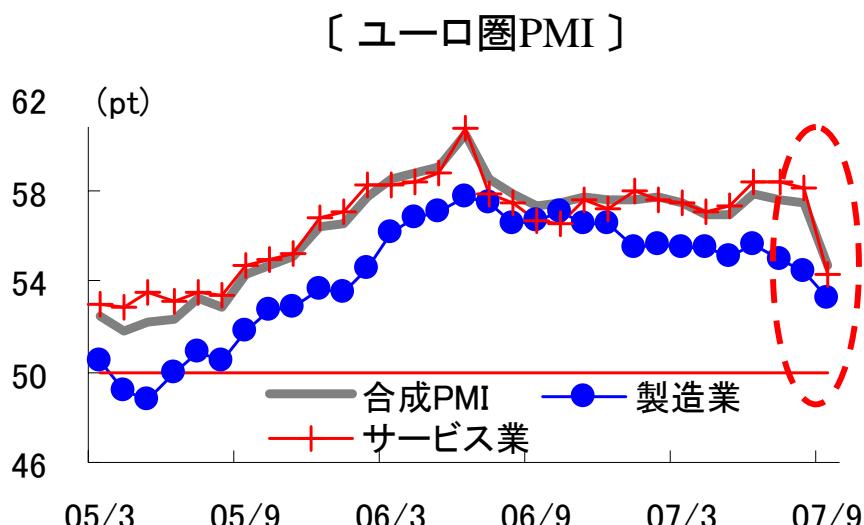
(注) 年は前年比。半期はGDPが前期比年率、消費者物価が前年比。網掛けは予測値。

06年の成長率(2.9%)は稼働日数調整後(調整前は2.7%)

(資料) Eurostat

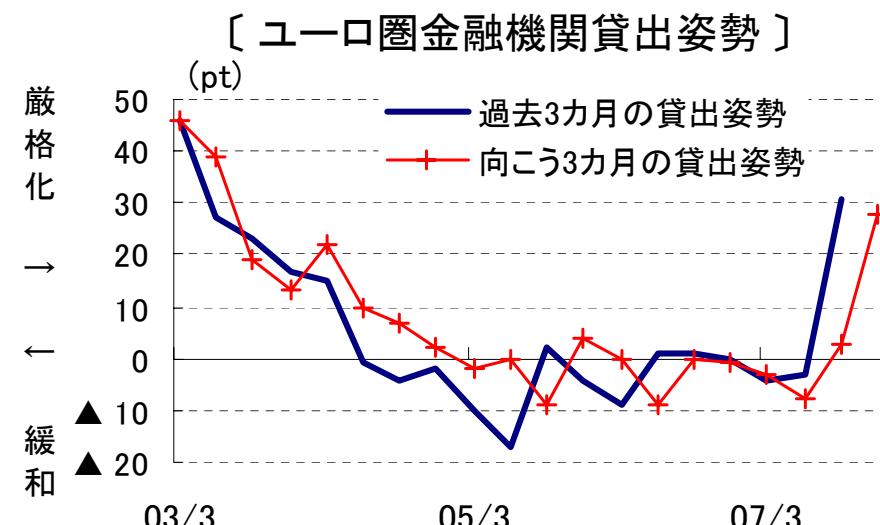
©Mizuho Research Institute

- しかし、サブプライムローン問題を背景とした信用不安による下振れリスクには、要警戒
  - ・ 7～9月期のユーロ圏合成PMIは高水準を維持したが、9月単月では下振れ
    - 新規受注指数が大幅に低下。国別ではドイツの下振れが目立つ
  - ・ 金融機関の融資姿勢も厳格化へと大きく方向転換。投資への影響が懸念される状態



(注)50が景気拡大・縮小の分岐点。

(資料)NTC Economics



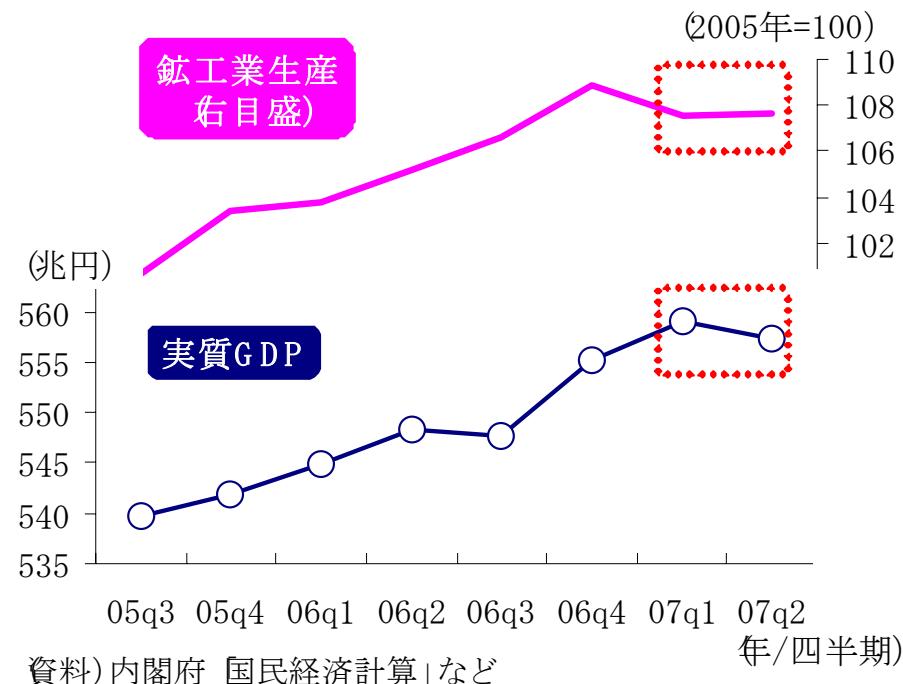
(注)「向こう3カ月」は当該期の1期前における見通し

(資料)ECB

## II. サブプライムローンの陰影 ~米国経済の先行き展望を中心に~ (3) 日本経済

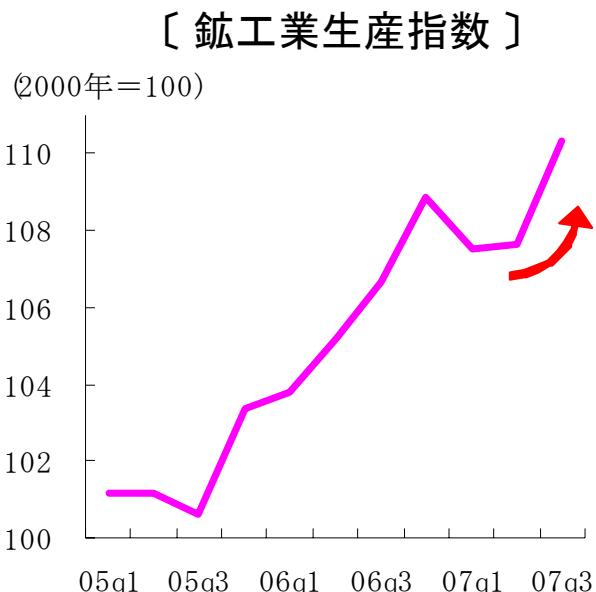
- 日本経済は緩やかな拡大局面にあるものの、07年に入り、生産が弱含むなど「踊り場」入り
- ・ 実質GDP成長率は、07年1~3月期が前期比+0.7%（同年率）、4~6月期が前期比▲0.3%（同年率▲1.2%）と3四半期ぶりのマイナス成長に
  - 個人消費伸びの半減（前期比+0.8%⇒+0.3%）、民間設備投資の減少（同▲0.2%⇒▲1.2%）が、成長率低下の主因に

### 〔踊り場入りの様相を呈した日本経済〕

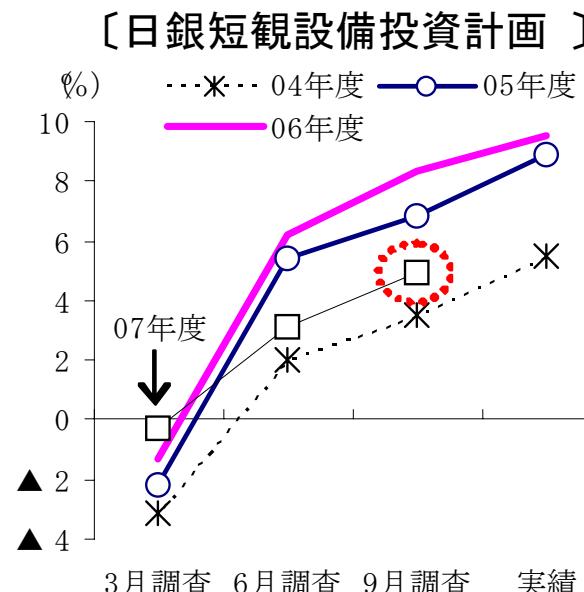


- ただし、足下は、増産基調が鮮明になるなど、日本経済は「踊り場」を脱却。緩やかな拡大が持続中
- ・8月の鉱工業指数は前月比+3.5%と大幅増。地震の反動による輸送機械の生産押し上げ効果もあるが、在庫調整が進むIT関連業種をはじめ、他の業種も堅調
  - ・日銀短観の業況判断DIは、中小企業の景況感悪化を主因に、やや悪化したが、設備投資計画は順調に上方修正。06年度の増勢には及ばないが、拡大基調を維持する公算
  - ・実質輸出もアジア、EU向けが堅調で、7~8月平均の伸びは4~6月期対比5.7%増に
  - ・ただし、家計部門の弱さが目立つ状態
 

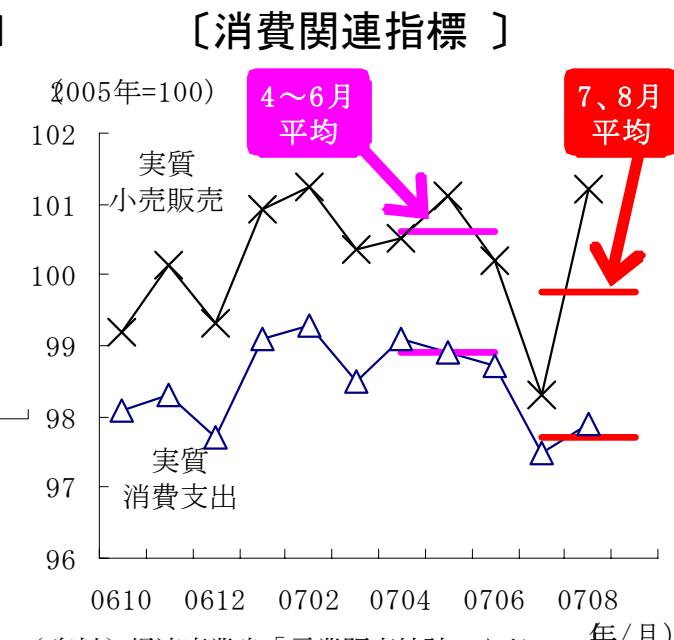
—— 賃金の伸び悩み、雇用環境の改善の足踏みがみられる。8月に実質小売販売額は前月比+3.0%となったが、7月の天候不順(長雨・台風)の悪影響を覆すには至らず



(注)07年q3の9月は予測指数。  
(資料)経済産業省「生産・出荷・在庫指数」



(注) 07年3月調査以降は新ベース。  
(資料)日本銀行「全国企業短期経済観測調査」



(資料)経済産業省「商業販売統計」など

- 07年度下期の日本経済は、伸びを高める見込み
  - ・ 在庫調整が終了したIT部門を中心に生産の伸び拡大
  - ・ 個人消費は、生産増による賃金の回復などを背景に低迷から脱し、徐々に回復。設備投資も順調に拡大を続ける。輸出も米国向けの低調を他地域向けがカバーして堅調に推移
  - ・ ただし、建築基準法改正の影響で8月に新設住宅着工件数が大幅減(前年同月比▲43.3%)。当面回復は望みにくい
- 08年度下期の日本経済は堅調さを維持
  - ・ 個人消費は、緩慢ながらも、企業部門から家計部門への所得移転が進み、賃金・所得の回復受けて伸びが高まる。設備投資も、堅調な企業業績を背景に拡大基調が続く。
  - ・ 輸出についても、07年度下期同様の構図のなか、比較的高い伸びを維持
- ただし、08年度下期になると、成長率は大きく低下
  - ・ 中国経済減速の影響などの影響により、輸出が弱含むと予測
  - ・ 設備投資は拡大が続くものの、製造業を中心に投資需要が一巡し、伸びが徐々に鈍化
  - ・ 輸出・生産の弱含みなどが主因で、個人消費の高い伸びは期待できず
- リスク材料は、サブプライムローン問題の余波。経路として想定されるのは次の4つ
  - ①日本の金融機関がABS(資産担保証券)、CDO(債務担保証券)等の価格下落で損失を被る
  - ②円キャリートレードの巻き返しに伴う円高の進行と企業収益の悪化
  - ③企業・家計のマインド悪化や信用収縮で、米国内需が落ち込み、対米輸出がさらに減少
  - ④世界的なリスク回避傾向が強まり、新興諸国の株価・為替・商品市況が下落、成長率が鈍化。  
それにより、日本の輸出も減少

- 日本経済の実質GDP成長率は07年度が1.9%、08年度が1.9%と予測(07年9月時点)
  - ・ 9月時点よりも、外需が上ぶれする一方、所得の伸びが想定よりも弱く、個人消費を中心に内需を下方修正する予定。結果として、07年度、08年度とも実質GDP成長率を下方修正する方針

[ 日本景気予測(暫定値、07年9月時点) ]

	2006年度 (実績)	2007年度 (予測)	2008年度 (予測)	2006年度		2007年度		2008年度	
				上期 (実績)	下期 (実績)	上期 (予測)	下期 (予測)	上期 (予測)	下期 (予測)
実質GDP	2.1	1.9	2.0	1.7	3.4	0.7	2.6	2.2	0.9
国内需要	1.3	1.4	1.7	1.3	2.3	0.3	2.5	1.8	0.9
国内民間需要	2.2	1.7	2.1	2.4	2.8	0.4	2.9	2.3	1.2
個人消費	0.7	1.4	1.5	▲0.1	2.0	1.2	1.0	1.8	1.7
住宅投資	0.4	0.1	▲0.8	▲2.4	2.7	▲4.7	7.5	▲2.5	▲5.3
設備投資	8.0	3.3	4.4	12.2	5.8	▲0.2	7.7	4.6	1.3
国内公的需要	▲1.4	0.3	0.4	▲2.2	0.5	▲0.3	1.2	0.2	▲0.1
政府消費	0.9	0.9	0.8	2.1	0.5	0.9	1.3	0.7	0.3
公共投資	▲9.6	▲2.4	▲1.4	▲17.6	0.9	▲5.6	0.9	▲2.1	▲1.7
純輸出(寄与度)	0.8	0.6	0.3	0.4	1.0	0.5	0.2	0.4	0.1
輸出	8.2	6.1	5.6	6.2	7.5	6.0	5.2	6.7	3.7
輸入	3.3	3.1	5.3	4.1	0.3	3.3	5.2	5.6	4.8

(注) 前期比年率。

(資料)みずほ総合研究所

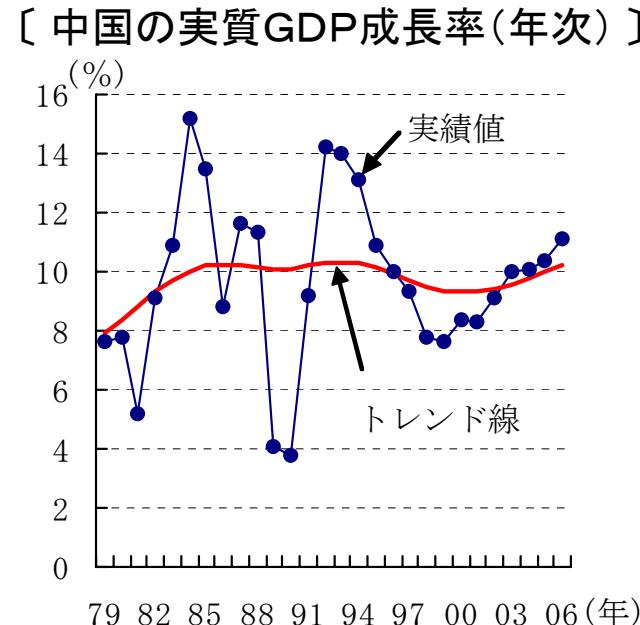
### III. 北京五輪を控えた中国経済の現状と展望

- 中国の実質GDP成長率は高水準で推移
  - ・ 07年1~3月期は前年同期比11.1%、4~6月期は11.9%、7~9月期は11.5%
- 中国国家統計局の認識は、「安定的で高い成長が持続」としつつも、ただし、成長率がやや高い、インフレ圧力があるなど、「いくつかの体制的・メカニズム的・構造的な矛盾・問題が今でも比較的突出した形で出ている」とみている(07年10月25日、同局スポークスマン李曉超氏)
 

⇒ 中国経済は果たして過熱状態にあるのか？
- 過去の実績のトレンドから判断して、中国経済が上ぶれていることは確か
  - ・ 潜在成長率の概算は9%台後半程度



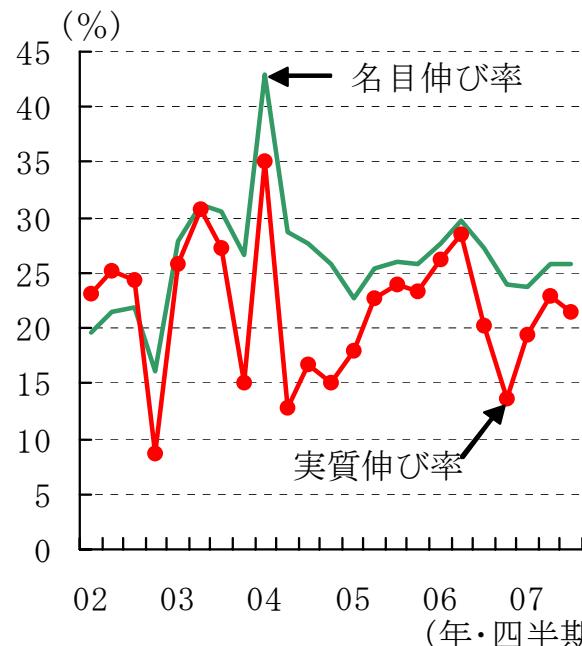
(注) 前年同期比。  
(資料)CEICにより作成



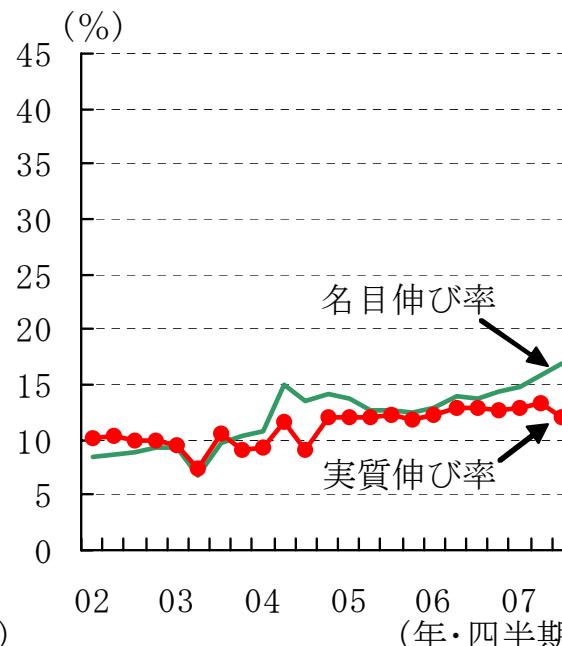
(注)トレンド線はHPフィルター(パラメータ100)により抽出  
(資料)中国国家統計局『中国統計摘要』2007年版、同ホームページ([www.stats.gov.cn](http://www.stats.gov.cn))により作成

- 投資、輸出の高い伸びの持続、個人消費の堅調を背景に高成長が持続
  - ・ 07年7~9月期の全社会固定資産投資の実質伸び率は21.4%（推計）、輸出額の名目伸び率（米ドル建て）は26.2%、小売売上高の実質伸び率は12.1%（推計）
    - GDPに占める総固定資本形成、GDP対比の輸出比率は上昇傾向を維持（06年はそれぞれ41%、35%、個人消費は36%）

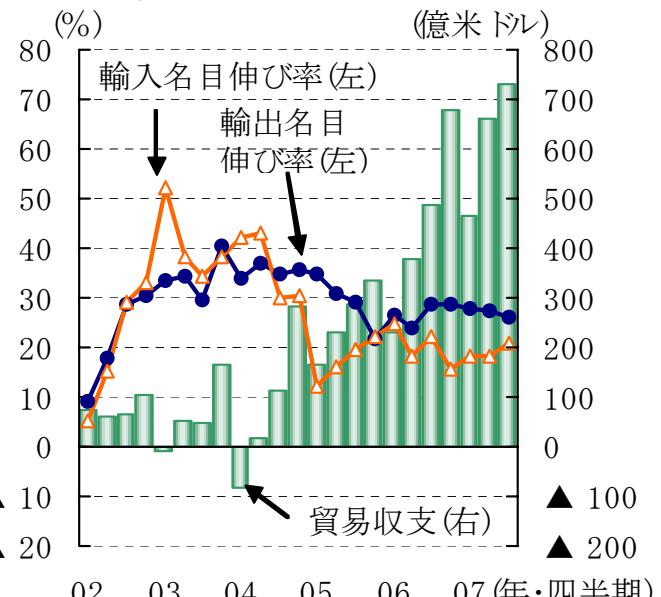
〔全社会固定資産投資伸び率〕



〔小売売上高伸び率〕



〔貿易名目伸び率・収支〕

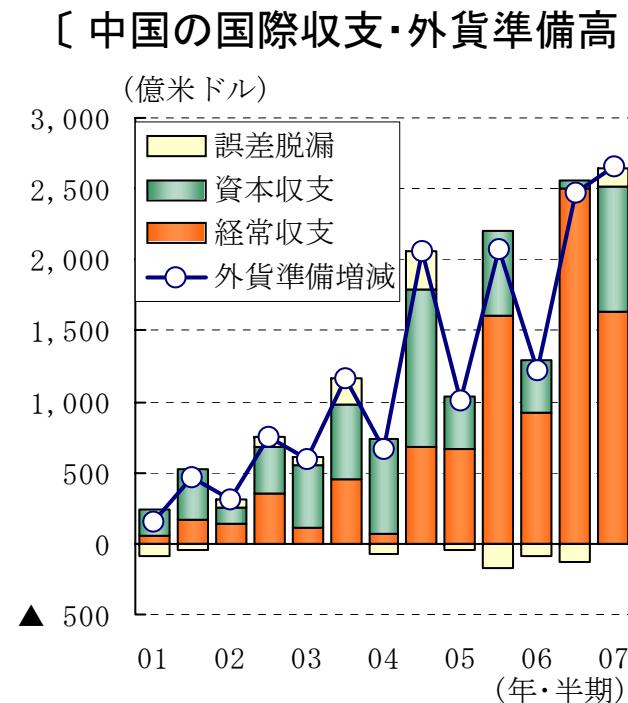
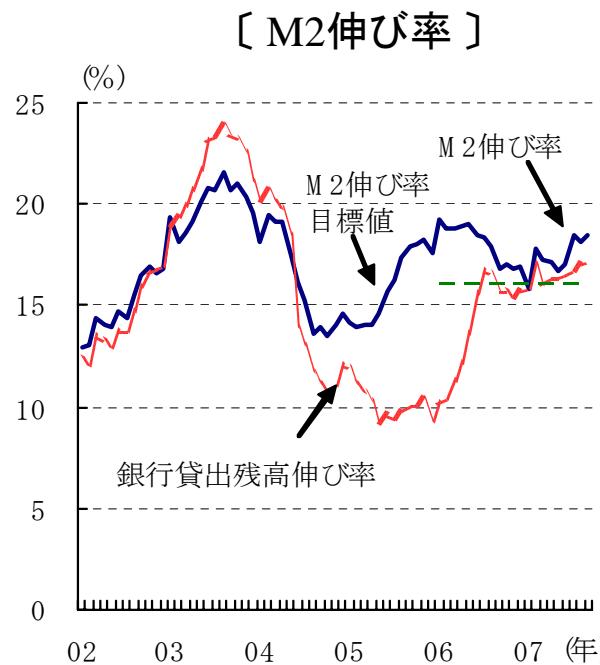


(注) 前年同期比。名目伸び率は、1~3月期から当該四半期までの累計額ベースの伸び率（公式発表）。実質伸び率は、当該名目伸び率を元に各四半期の名目伸び率を算出し、企業商品物価上昇率（投資品）で実質化した推計値。  
(資料)CEICにより作成

(注) 前年同期比。名目伸び率、実質伸び率ともに推計値。実質伸び率は、小売物価上昇率で実質化。  
(資料)CEICにより作成

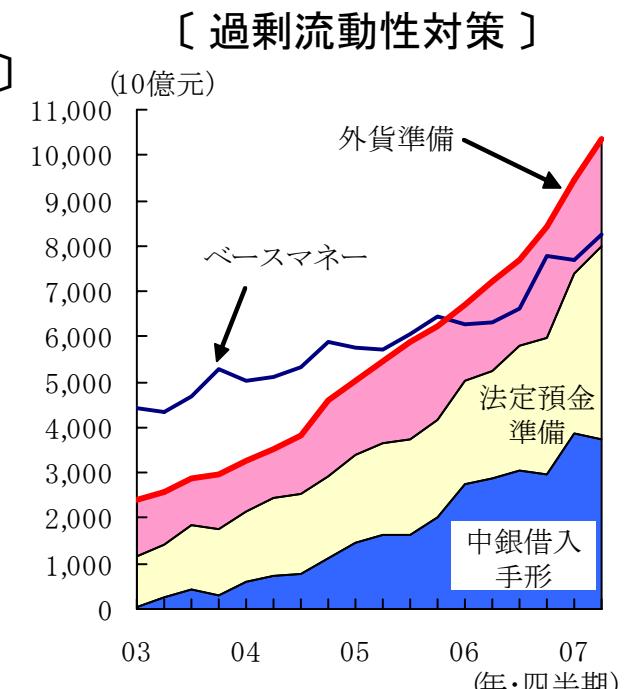
(注) 前年同期比。米ドル建て。  
(資料)CEICにより作成

- この高成長は果たしてバブル的な要素を抱えた危ういものなの？
- 中国のM2の伸びは政府の目標値である16%を超える水準で推移
  - ・ 貿易黒字と資本流入による巨額の外貨の人民元への交換がベースマネーの拡大圧力に
    - 法定預金準備率の引き上げや、中銀借入手形の発行、特別国債の発行、金利引き上げ、各種貸出規制等を通じた流動性の縮小が図られているが、マネーサプライの伸びは目標値よりも高い状態に



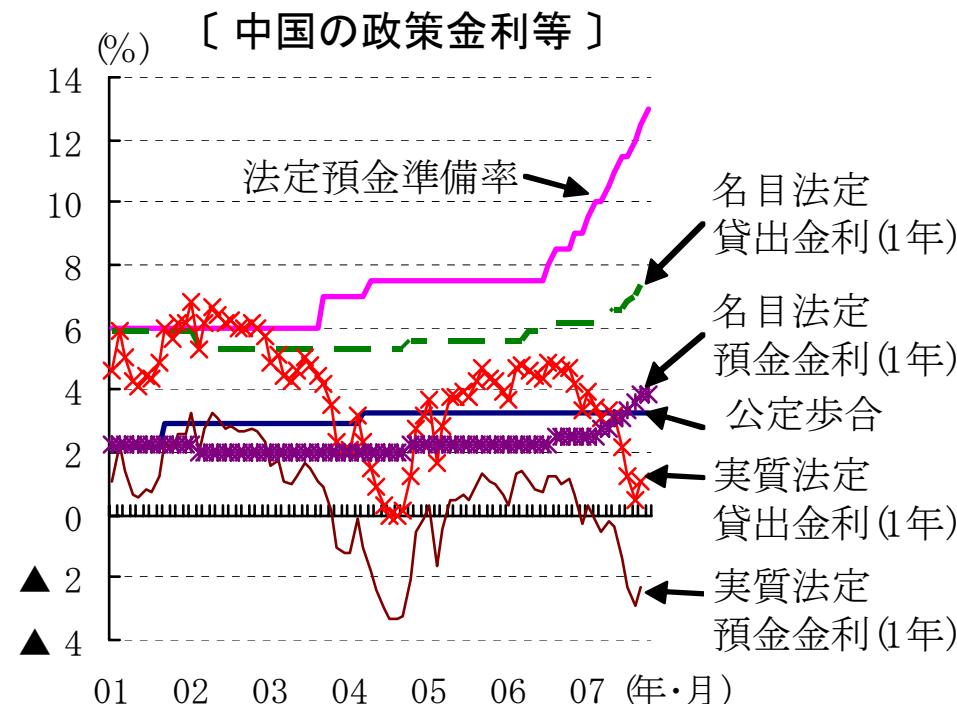
(注) 前年同期比。

(資料)CEICにより作成(原典:中国人民銀行) (資料)CEICにより作成(原典:中国外貨管理局)  
©Mizuho Research Institute



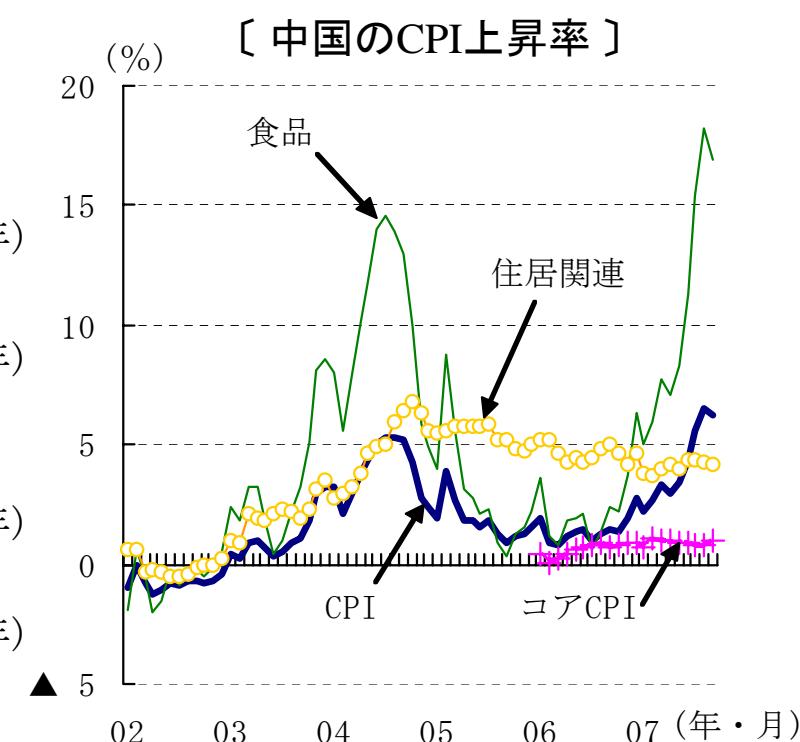
(注)法定預金準備は、金融機関預金残高に人民元預金に対する商業銀行向け法定預金準備率をかけた概算値。  
(資料)CEICにより作成  
(原典:中国人民銀行)

- 実質金利の水準は低水準
  - ・ 貸出・預金金利とともに、今年に入り、引き上げペースは速くなっているものの、実質金利の水準は低い状態が続いている
- 中国のコアCPIは比較的安定しており、この点からバブルが確認できるわけではない
  - ・ 07年9月のCPI上昇率(前年同期比)は6.2%にまで上昇。ただし、その主因は豚肉などの生鮮食品の上昇によるところが大で、食品とエネルギーを除いたコアCPI上昇率は1.0%とまだ低水準



(注) 実質法定貸出金利、同預金金利はCPIに  
より実質化。

(資料)CEICにより作成(原典:中国人民銀行、国  
家統計局)



(注) 前年同期比。コアCPIは食品、エネルギー  
を除いたベース。

(資料)CEICにより作成

- CPIの低水準は、資金調達が容易な環境下における積極的な設備投資を通じた生産能力の拡充に起因
- ・ 供給過剰問題は改善方向にあるが、一部製品で過剰供給の状態が続いている
  - 消費財では、家電、衣類、靴・帽子、時計・眼鏡類で供給過剰が進展。生産財では、鉄鋼で余剰感が強まる傾向あり

### 〔主要消費財・生産財の需給状況アンケート〕

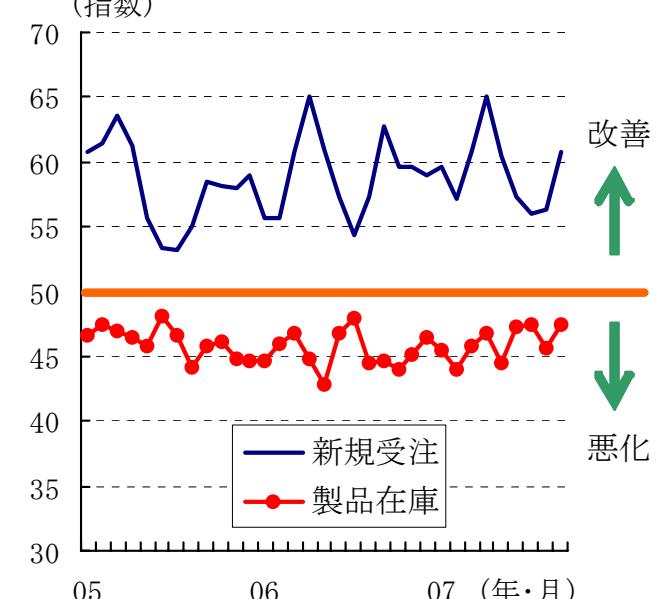
(単位:品目、シェア)

		2006年下半期	2007年下半期
主要消費財	供給過剰	137 (22.8)	109 (18.2)
	需給均衡	452 (75.3)	486 (81.0)
	供給不足	11 (1.8)	5 (0.8)
	合計	600 (100.0)	600 (100.0)
主要生産財	供給過剰	41 (13.6)	35 (11.5)
	需給均衡	235 (78.2)	248 (82.5)
	供給不足	25 (8.2)	18 (6.0)
	合計	300 (100.0)	300 (100.0)

(資料)中国商務部市場運行調節司ホームページにより作成

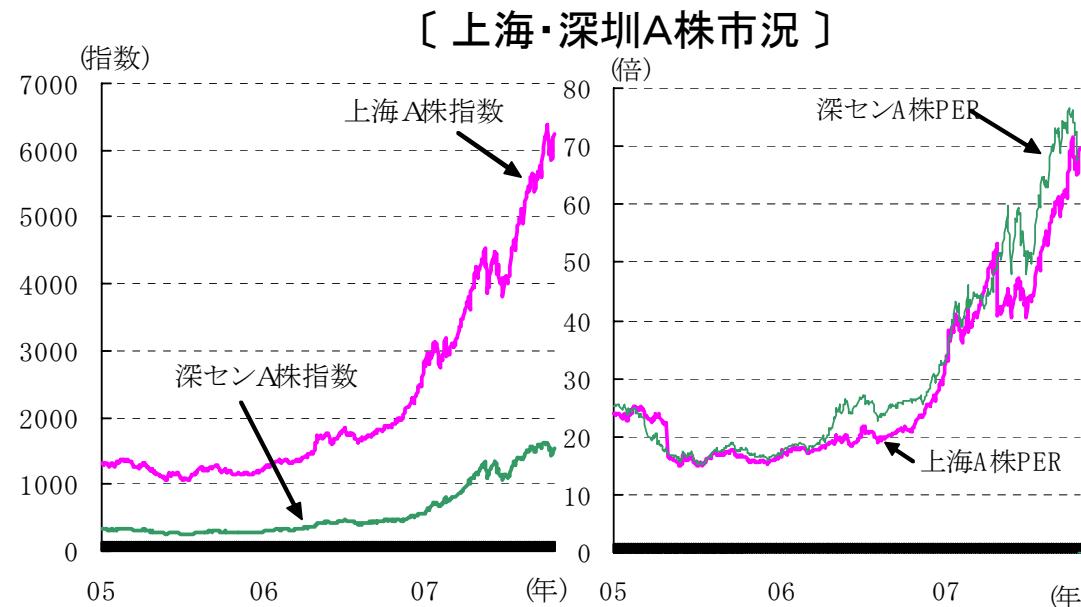
### 〔製造業購買担当者指数〕

(指数)



(資料)CEICにより作成(原典:中国物流購買連合会)

- また、過剰流動性を背景に、株価は上海を中心に急速に高騰
  - ・ 07年10月末の上海・深圳A株指数は、05年末対比で5.1倍、5.3倍、06年末対比で2.2倍、2.7倍に
  - ・ 参考として1年物国債利回りをもとにした場合、リスクプレミアムがゼロとなるPERは31倍程度。足下のPER約70倍は高水準といえる
- その背後には、実質預金金利の低さがあるものとみられ、都市住民の株式投資意欲は、この1年間で急速に高まっている状態
  - ・ 人民銀行調査では、都市住民の金融資産に占める株・ファンドのシェア、株・ファンドに対する投資意欲は強まる傾向あり。その一方で、貯蓄のシェア、意欲ともに低下傾向が顕著

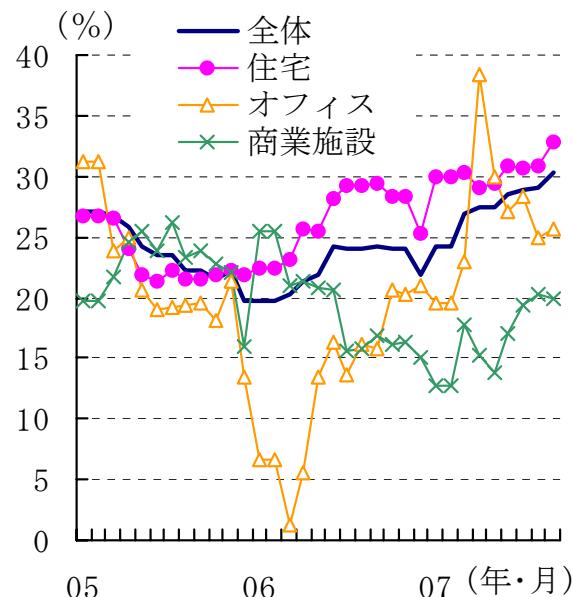


(資料)CEICにより作成

(資料)鈴木貴元「中国短期経済予測(2007^2008年)2007年秋季予測」(『みずほアジア・オセアニアインサイト』2007年10月2日、原典は中国人民銀行「全国城鎮儲戸問卷調査総述」各号)

- 足元、不動産投資、とりわけ住宅投資が高い伸びを記録している状態。また、住宅価格、とりわけ新築住宅の価格が再び高まる傾向にある
  - ・ 都市住民の賃金の伸びが10%を上回っていることを勘案すると、必ずしも不動産バブルが全国的に発生しているとまではいえず(07年上期の都市部名目賃金伸び率は前年同期比18.5%)
- 住宅竣工面積を販売面積が上回る状態にあり、空室面積の増加はみられないが、建設途上にある住宅面積は、販売面積と比べて大きく膨らむ傾向がみられる点が懸念材料
  - ・ 金融情勢の変化に伴う金利の上昇や、不動産取引規制の強化、外的ショックなどによる所得の伸び鈍化が起こった場合には、不良債権化する恐れもないとはいえない

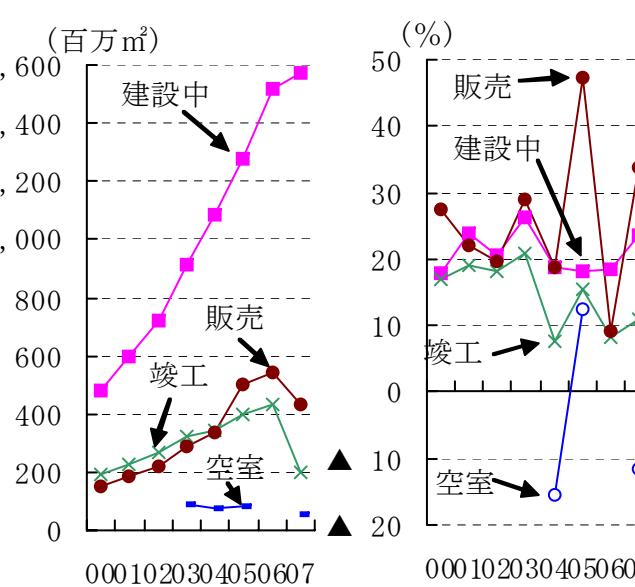
〔全国不動産投資額名目伸び率〕



(注) 1月から当月までの名目累計額の前年同期比伸び率。

(資料)CEICにより作成

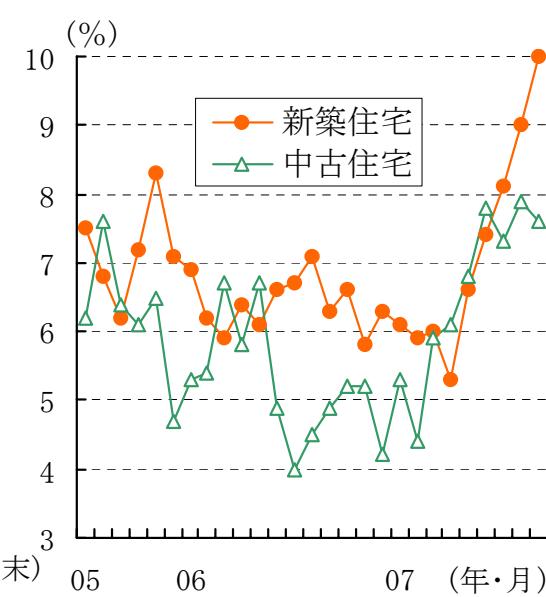
〔全国住宅建設・販売面積〕



(注) 07年は1~9月。右表は前年同期比伸び率。

(資料)CEICにより作成  
©Mizuho Research Institute

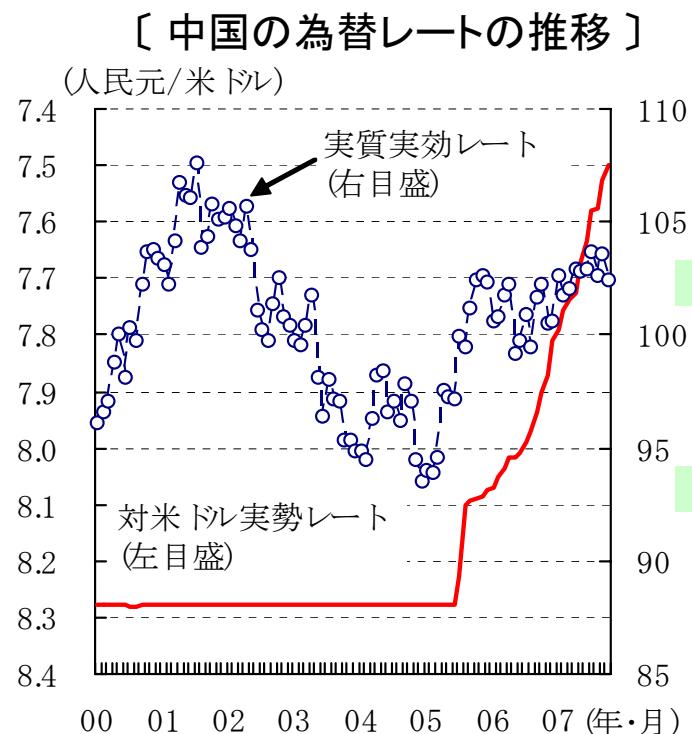
〔住宅価格上昇率〕



(注) 主要70都市の前年同期比平均伸び率。

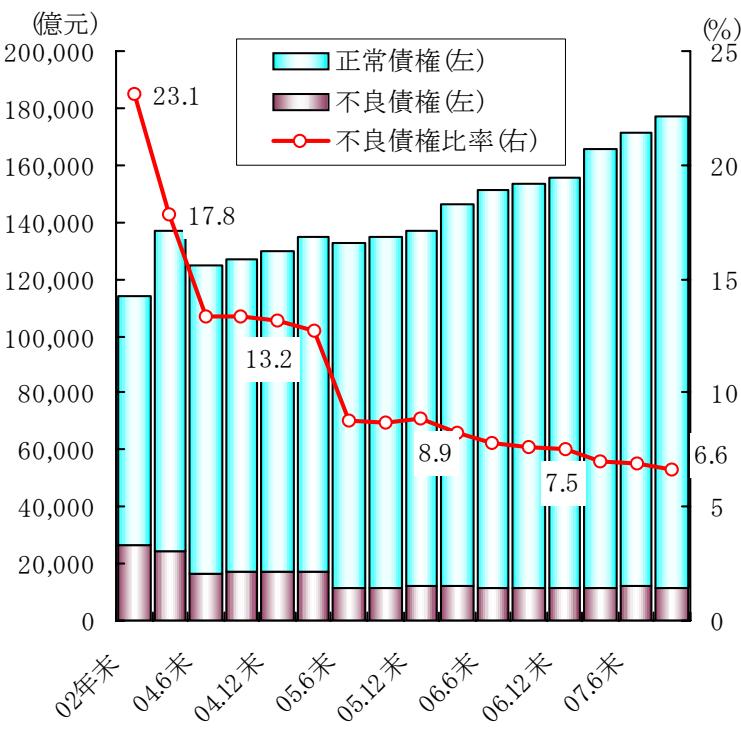
(資料)CEICにより作成

- 現在の緩やかな元高、利上げ路線をどこまで維持できるかが、中国にとって最大の問題
  - ・ それが貿易黒字、資本流入を通じて過剰流動性を招く大きな一因に
  - ・ 特定業種を狙った投資抑制策を講じても、余った金ははけ口を求めるに
- ソフトランディングに失敗すれば、不良債権問題の再燃を招く恐れも
  - ・ 銀行の不良債権比率は低下しているが、実態を正確に反映しているかどうかは疑問が呈されているうえ、不動産関連の貸出が増加



(資料) Datasteamにより作成

〔中国主要銀行の不良債権〕



(資料) 中国銀行業監督管理委員会資料により作成

- 08年もやや減速すれども、引き続き10%を超える成長を持続すると予測。「調和の取れた社会」の建設という政策を堅持するためのコストとして、マクロ経済上の調和をどの程度犠牲にし続けられるのかが引き続き試される展開に
  - ・ 輸出については、外部環境は概ね良好ながらも、中国製品に対する敬遠の動き、輸出増値税還付率の再度引き下げの動き、人民元高傾向の持続などから、07年対比伸びが鈍化
  - ・ 投資は、輸出の伸び鈍化、五輪関連のインフラ建設の一巡などを背景に、08年に伸びを落とすが、中西部の振興策などが投資を下支え
  - ・ 個人消費は、物価上昇による実質所得の伸び鈍化、五輪関連需要の盛り上がりが交錯するなか、07年と同程度の伸びを持続

〔中国景気予測(暫定値)〕

		→ 予測					
		2003	2004	2005	2006	2007	2008
実質GDP	前年比%	10.0	10.1	10.4	11.1	11.3	10.6
社会消費品小売総額	前年比%	9.1	13.3	12.9	13.7	15.9	15.7
全社会固定資産投資額	前年比%	26.7	25.8	25.7	24.0	24.5	20.0
貿易収支 (通関)	億ドル	251	325	1,017	1,775	2,680	2,881
輸出	前年比%	34.6	35.4	28.4	27.2	26.3	19.0
輸入	前年比%	39.9	35.8	17.7	19.9	20.8	22.3
経常収支	億ドル	459	687	1,608	2,499	3,758	4,151
消費者物価上昇率	前年比%	1.2	3.9	1.8	1.5	4.4	3.5
対ドル人民元レート (10-12月平均)	元/ドル	8.277	8.277	8.083	7.862	7.451	7.028
対GDP比							
全社会固定資産投資額	%	40.6	43.8	48.2	52.1	54.6	56.0
貿易収支 (通関)	%	1.5	1.7	4.5	6.7	8.1	7.1
輸出	%	26.7	30.7	33.9	36.6	37.0	35.7
経常収支	%	2.8	3.6	7.2	9.4	11.4	10.2
一人当たりGDP	ドル	1,270	1,486	1,716	2,012	2,498	3,065

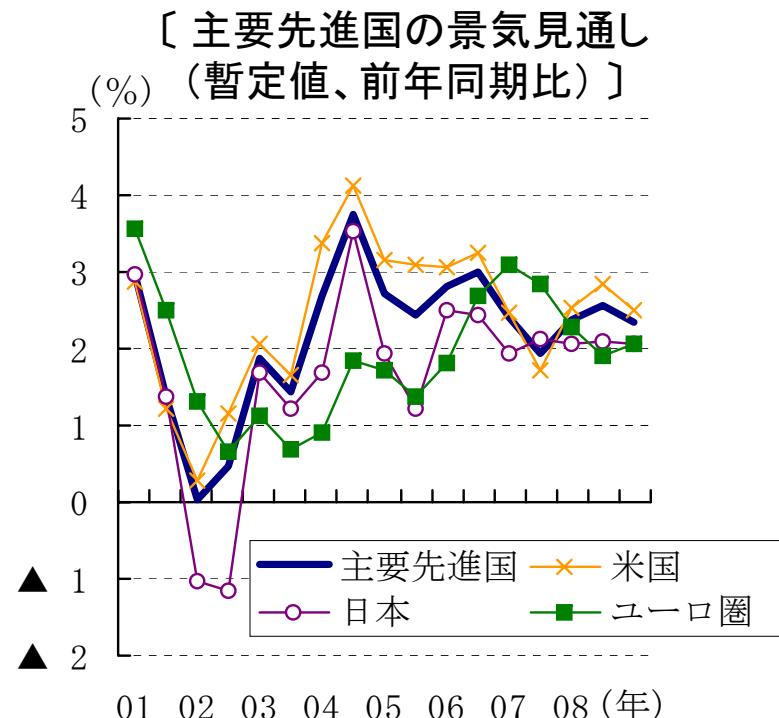
(資料) みずほ総合研究所、Asia Pacific Consensus Forecast

©Mizuho Research Institute

## IV. 台湾の景気展望

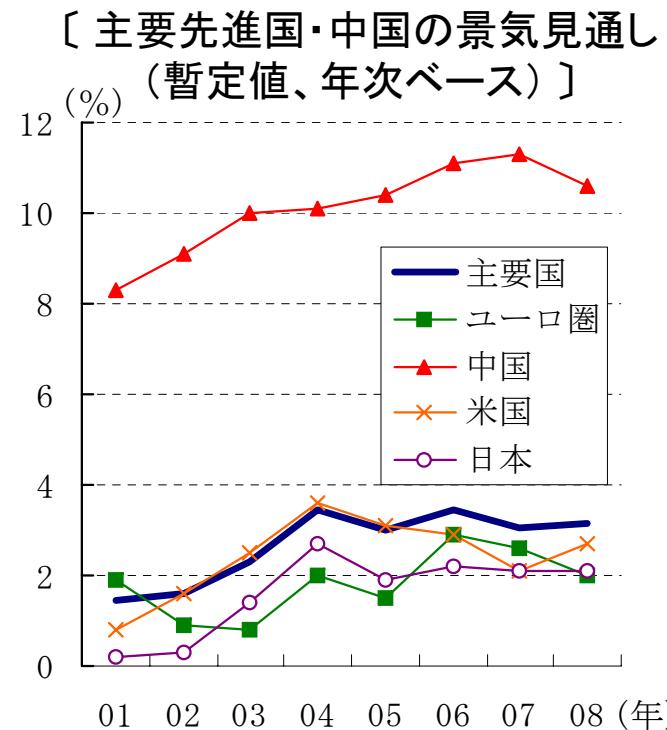
### (1) 輸出

- 08年の台湾の主要貿易相手国・地域は、不安材料を抱えているものの、また、国により、山谷は異なるものの、概ね堅調に推移するものと予測。台湾の輸出も概ね、主要貿易相手国・地域の景気動向につれた動きになるものと予測
- ただし、07年対比、08年の伸びはやや弱いものになる可能性も
  - ・ 07年後半に想定よりも強いIT・デジタル関連財の輸出の伸びが起こっている
    - とくに液晶パネルについては、08年の供給タイト化を踏まえた需要の先食いもみられる。
    - また、液晶パネルについては、液晶テレビの急速な普及期からより安定的な需要拡大へというプロダクトサイクルの要因も働く



(注) 前期比年率の数値を前年同期比に換算。

(資料) 各国統計、みずほ総合研究所 ©Mizuho Research Institute

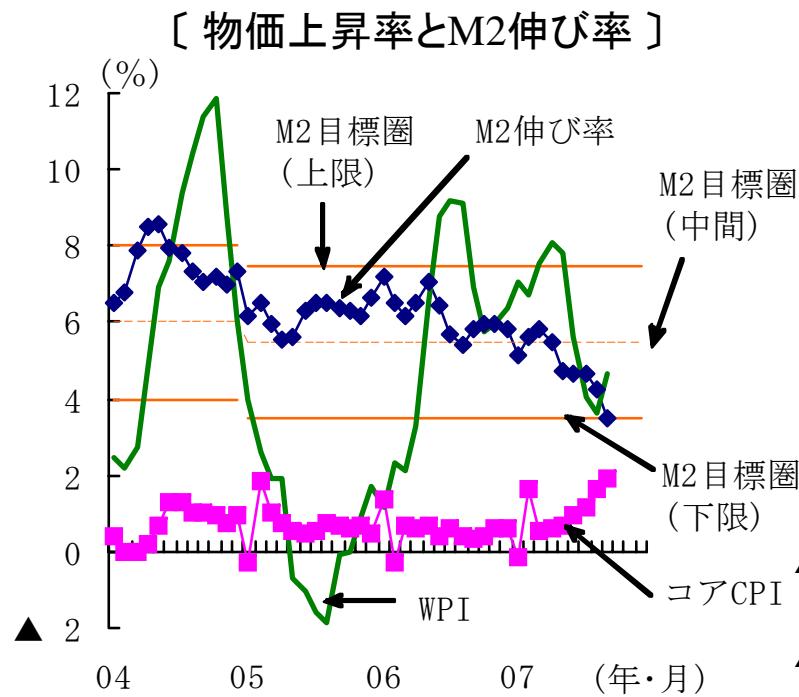


(資料) 各国統計、みずほ総合研究所

## IV. 台湾の景気展望

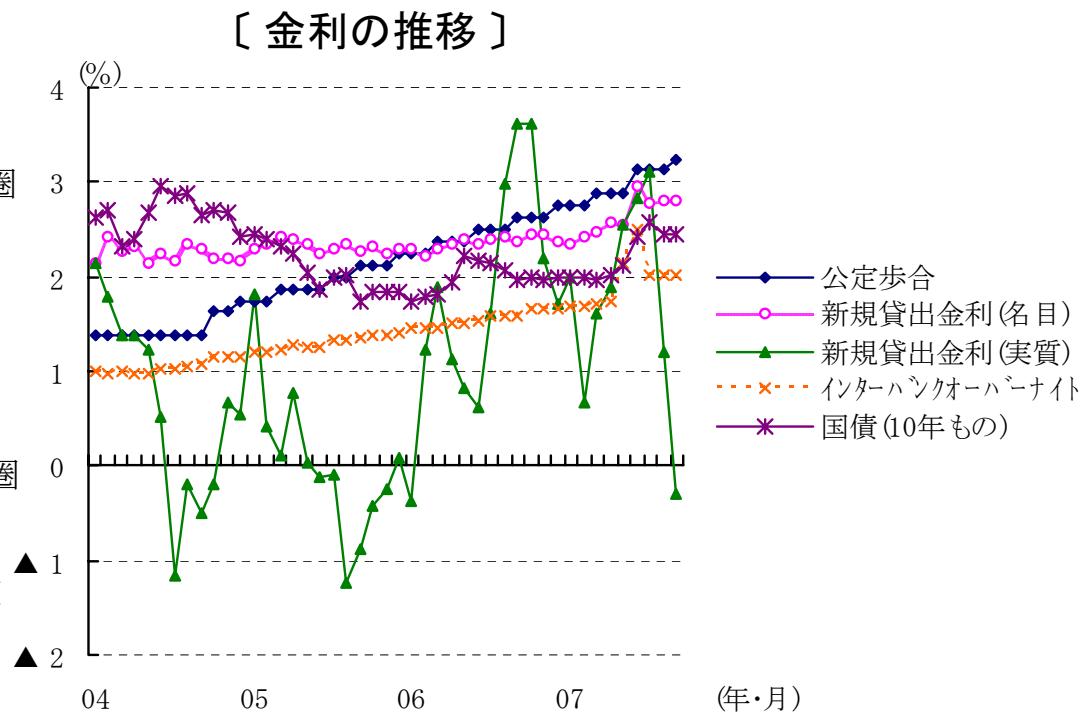
### (2) 総固定資本形成

- 金利上昇は続く見込みながら、そのペースは緩やかなものにとどまり、企業の資金調達環境が大幅に悪化する可能性は低い
  - ・ 9月20日の中央銀行理監事聯席会議で、公定歩合を0.125ポイント小幅引き上げ、3.25%に
    - 輸入価格上昇を通じたインフレ圧力の存在、経済の安定的な成長、労働市場の持続的改善に加え、実質金利が依然中立水準よりも低いとの認識によるもの
    - その一方で、外部環境の不確定性も配慮し、利上げ幅は小幅にとどめた形
  - ・ 原油価格の高止まりが続くなど、輸入インフレ圧力が残るなか、小幅な利上げペースが続く公算



(注) 前年同期比。

(資料)台湾行政院主計處、中央銀行ホームページにより作成



(注) 公定歩合は月末。その他は期中平均。新規貸出金利は台湾、

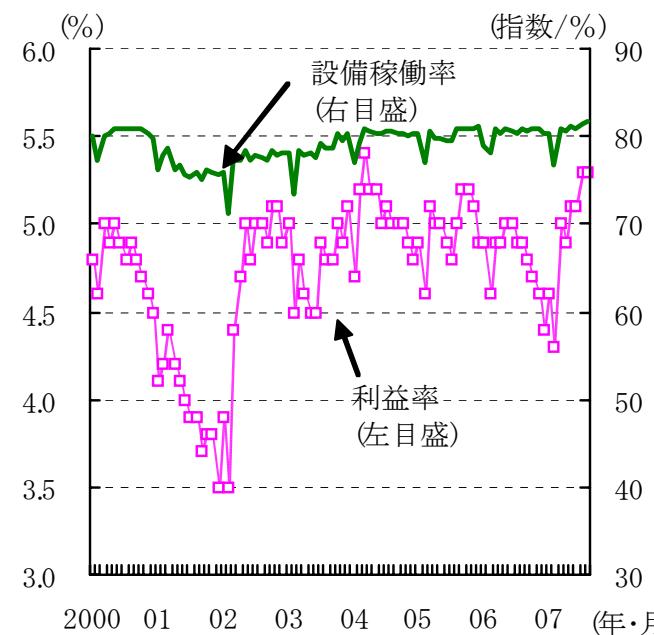
合作金庫、華南、彰化、第一の平均。CPI上昇率で実質化

©Mizuho Research Institute (資料)台湾行政院主計處、中央銀行ホームページにより作成

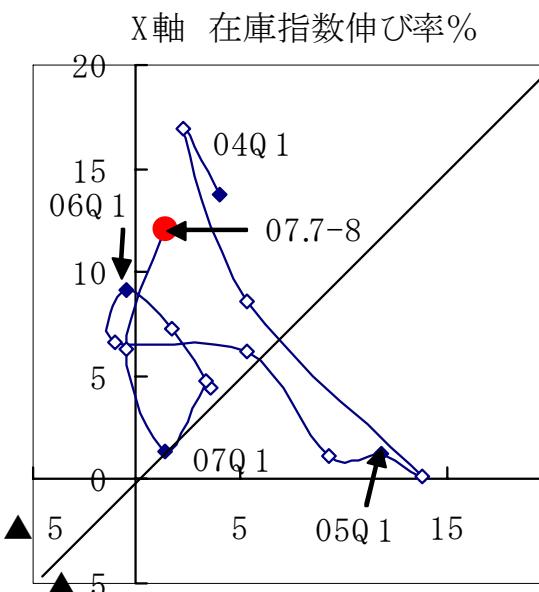
○ 企業のパフォーマンスは比較的良好な状況

- ・07年8月の製造業設備稼働率は81.8%と00年代に入り最高レベル。売上高利益率も5.3%と高水準
- ・在庫循環図上も、在庫調整が一巡し、出荷の伸び、在庫の積み増しの動きも

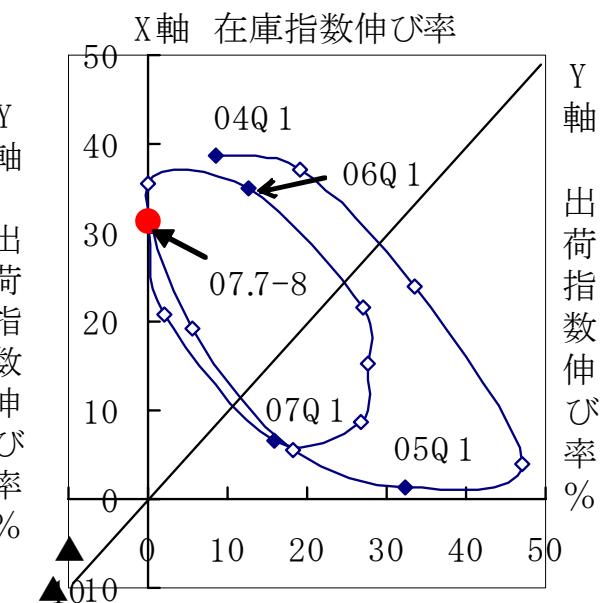
〔製造業設備稼働率・利益率〕



〔製造業在庫循環図〕



〔電子部品在庫循環図〕



(注) 利益率は対売上高。

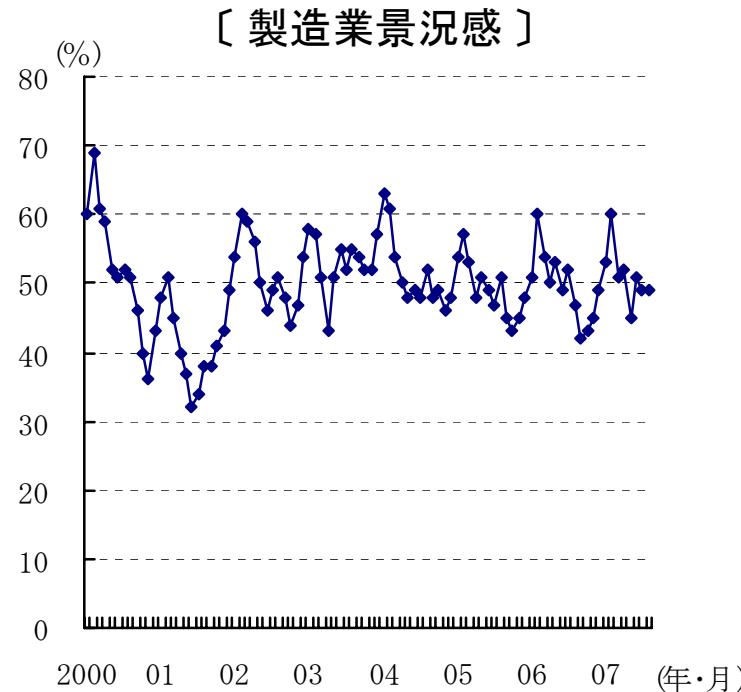
(資料)台湾行政院経済建設委員会ホームページ  
により作成

(注) 前年同期比。

(資料)台湾経済部統計處ホームページに  
より作成

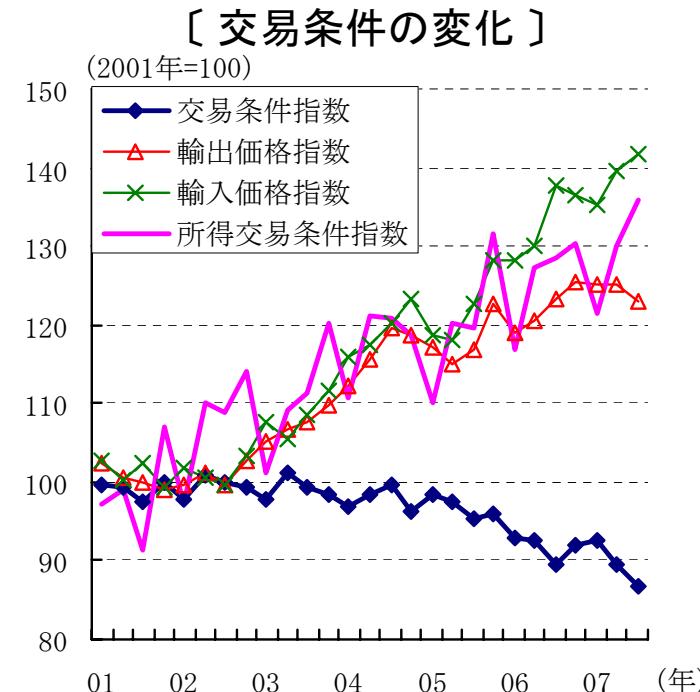
(注) (資料)同左

- ただし、マインドは”Mixed”で、全般的にみて投資姿勢は慎重さを維持
  - ・ 製造業の景況感は、中立を意味する50近傍で推移しており、業績に比して目立った改善をみせておらず
  - ・ 交易条件の悪化、世界経済の先行き不透明感がその背景にある可能性あり
    - 輸入価格の上昇、輸出価格の伸び悩みを背景に交易条件は悪化。それを輸出数量の拡大で補っている状態が続いている



(注) 今後3ヶ月の見通し

(資料)台湾行政院経済建設委員会ホームページ  
により作成

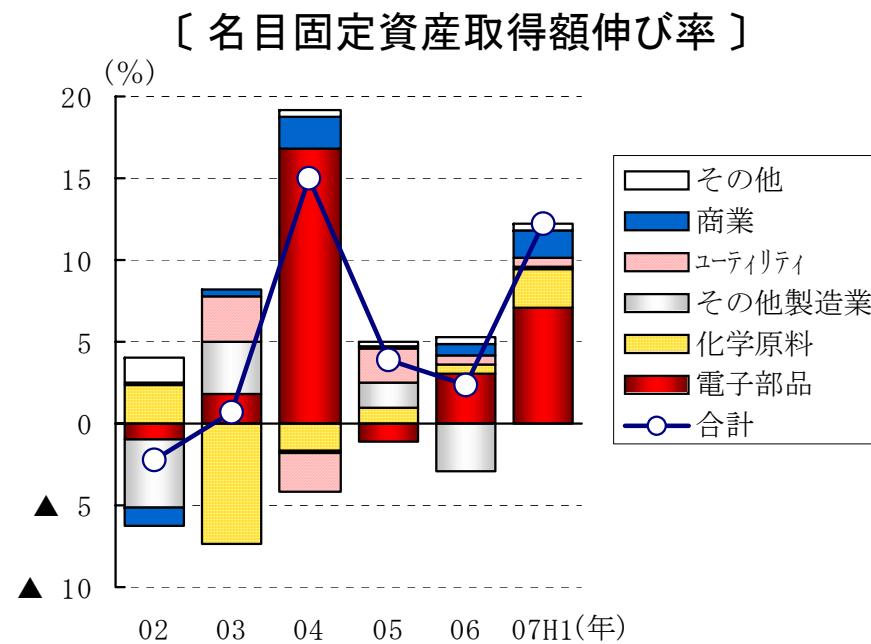


(注) 交易条件指数＝輸出価格指数÷輸入価格指数×100。  
所得交易条件指数＝交易条件指数×輸出数量指数  
÷100。

(資料)台湾財政部統計處資料により作成

©Mizuho Research Institute

- 以上の投資マインドから判断すると、全般的にみると、投資の急速な加速は期待しにくい。
- ただし、近年の台湾の投資は、製造業、とりわけ電子部品の投資によって伸びが大きく左右されている状態
- 08年の電子部品関連の主要企業の投資計画をみると、半導体の設備投資が弱含む見通しであることなどから、07年ほどの強さはもたないと予測。ただし、液晶パネルメーカーの投資がやや上向きになる見込みであることなどから、民間設備投資は比較的堅調に推移と予測



(注) 前年比。07年は上半期の数値。

(資料)台湾経済部統計處ホームページにより作成

- 半導体設備購入額は07年の39億米ドルから、08年には42億米ドルと7.7%増と、比較的堅調な伸びを維持との観測あり(SEMI CEO Stanely Myersの10月9日”Semicon Europa”での発言)。市況は芳しくないが、競争力強化を目的とした設備増強が行なわれるとの見方がこの観測の背景に。ただし、最近の各社のコメントから判断してこの見込みより弱いものとなる可能性大

- Rexchip
  - R1第1期が終了し、08年4～6月期までにR1第2期が終了予定(3万枚⇒7万枚へ)。R2の建設も現在進行中
- Winbond
  - 07年9月28日、12インチウェハ工場の拡張を目的としたシンジケートローン組成。08年9月の生産開始を目指む(投資額は200～250億台湾ドルとの推測)
- VIS
  - 08年の設備投資を増加させる方針(12インチウェハ工場の建設に動き出すとの観測も、詳細は07年12月に発表する予定)
- Nanya
  - Fab3の試作は終了、08年1～3月期の生産能力月産30000枚を08年下期には62000万枚に引き上げる予定
- ProMOS
  - 07年の設備投資支出は19億米ドル、08年は8億米ドルとの計画(12インチFab3の増強が終了し、同Fab4の増強のみへスケールダウン)
- TSMC、UMC
  - 45ナノへの転換を進めるが、TSMCは07年に26億米ドルの投資を実施したため、08年の投資額は減少する方針。UMCも07年(10億米ドル)対比08年の設備投資支出は減額する方針と表明(10月31日)。特定の高価な設備のより効率的な利用方法、および、プロセスのレベルアップによる生産能力拡大を、設備投資の基本方針としていることがその理由と説明

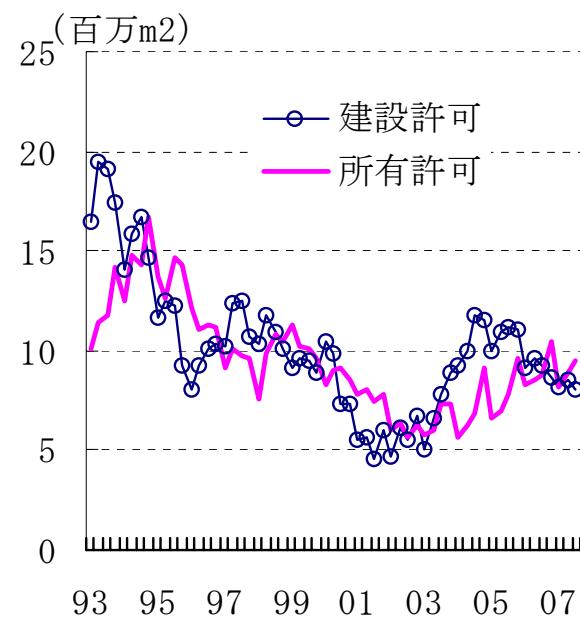
- LCDについては、07年は06年対比控え目の投資が行なわれてきたが、08～09年にかけてLCDパネルの需給のタイト化見込みの下、投資の足取りをやや加速させる動きが出てくる模様

- AUO
  - 設備投資支出計画は、06年が832億台湾ドル、07年が当初計画よりも少ない700億台湾ドル、08年は900億台湾ドルとなる見込み(ただし第8世代工場分は含まず)
  - 第7.5世代(L7A)は07年の月産60000枚から08年には月産75000枚、第6世代(L6B)は07年の90000枚から08年には128000枚へ。第7.5世代第2工場(L7B)は、08年中に設備導入予定
  - 07年末までに第8世代の設備投資計画を確定する見込み。第8世代工場を建設する場合、09年下期に生産開始、10年から本格的な生産となること(10月23日報道)。
- CPT
  - 6、7.5、8世代かは不明ながら、工場新設を計画している模様(07年10月26日の報道)。なお、06年の設備投資支出は182億台湾ドル、07年は128億台湾ドルの予定。
- HannStar
  - 06年の設備投資支出は77億台湾ドル、07年は25億台湾ドル、08年の設備投資支出は30億台湾ドルに積み増す計画
  - 第5世代の生産能力増強を08年第2四半期から開始し、中小型パネル(5～10インチ)を製造する予定(07年10月24日報道)
- CMO
  - 07年の設備投資計画を従来の700～750億台湾ドルから800億台湾ドルへ引き上げ。7.5世代第2期の設備搬入を07年10～12月期に行なうことによるもの。第6世代の投資計画あり(時期は不明)。
  - 第8世代についても建設する意思は強固ながら、詳細な計画を確定するまでには至っていないとの説明(07年10月30日報道)

## ○ 建設投資は伸び鈍化と予測

- 先行指数となる建設許可面積の減少傾向が続いており、所有許可面積の伸び足も鈍化
  - 住宅価格の上昇と緩やかながらも金利が上昇傾向にあることを反映し、住宅取得負担が高まりつつある。それを背景として、徐々に住宅需要が弱まる趨勢

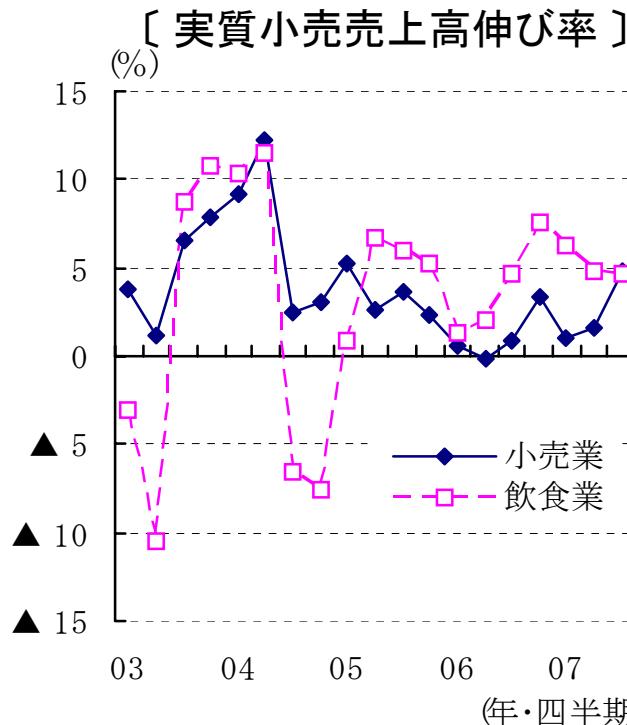
〔建設・所有許可面積の推移〕



## IV. 台湾の景気展望

### (3) 個人消費

- 07年7~8月の小売業、飲食業の実質売上高伸び率はそれぞれ前年同期比+4.8%、+4.7%。前年のベースの低さもあるが、06年4~6月期をボトムに小売売上高は緩やかな回復基調を維持
  - ・ 宝飾品、自動車・部品が約1年半ぶりにプラスの伸びに
    - ただし、07年7~9月期の乗用車販売台数は5万台で、ピーク時の10万台(05年1~3月期)と比べると、約半分ではあるが、底打ちした感あり(ボトムは06年7~9月期の3.9万台)



(注) 前年同期比。07年第3四半期の数値は、7-8月のデータ。

(資料)台湾経済部統計處ホームページにより作成

〔実質小売売上高伸び率(財別・業態別)〕 単位: (%)

		小売業						
		衣類・服飾品	家電	家具	医薬品・化粧品	教育・娯楽	宝飾品	自動車・部品
05	Q1	5.2	1.5	17.0	10.6	0.5	4.8	0.9
	Q2	2.6	▲ 5.6	4.4	▲ 1.1	▲ 0.8	2.8	5.0
06	Q3	3.7	▲ 7.6	2.0	▲ 4.1	▲ 5.1	7.7	17.6
	Q4	2.3	▲ 1.8	▲ 2.8	4.7	▲ 7.3	5.8	10.9
07	Q1	0.6	▲ 5.0	▲ 2.1	▲ 3.6	5.4	4.1	0.6
	Q2	▲ 0.2	▲ 8.6	4.4	5.2	8.5	▲ 2.0	▲ 10.7
7-8		4.8	3.4	6.9	10.0	1.3	5.9	11.4

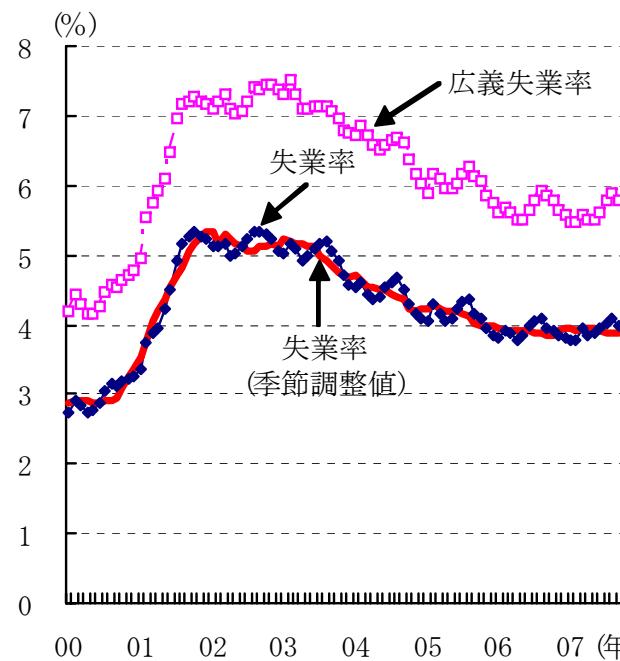
	小売業			飲食店				
	総合商店			レストラン 喫茶店・バー				
	百貨店	スーパー	コンビニ	レストラン	喫茶店・バー			
05	Q1	4.0	5.1	9.3	▲ 1.2	0.8	2.0	▲ 10.1
	Q2	▲ 0.9	▲ 1.2	1.6	9.8	6.7	8.2	▲ 4.1
	Q3	▲ 0.5	3.0	▲ 1.3	8.2	5.9	8.0	▲ 5.5
	Q4	0.2	4.0	▲ 10.0	8.5	5.3	6.1	0.9
06	Q1	▲ 1.5	▲ 7.6	▲ 5.4	13.0	1.3	0.9	6.0
	Q2	2.0	▲ 0.7	▲ 1.2	4.9	2.0	1.7	3.3
	Q3	3.2	▲ 1.0	▲ 0.9	8.3	4.7	4.5	4.3
	Q4	5.5	2.9	14.1	7.2	7.6	8.3	2.2
07	Q1	4.3	4.5	7.2	3.4	6.2	6.9	1.5
	Q2	2.9	3.6	6.8	3.1	4.8	5.1	3.0
	7-8	1.7	0.7	10.2	▲ 0.6	4.7	4.6	7.1

(注) (資料)同左  
©Mizuho Research Institute

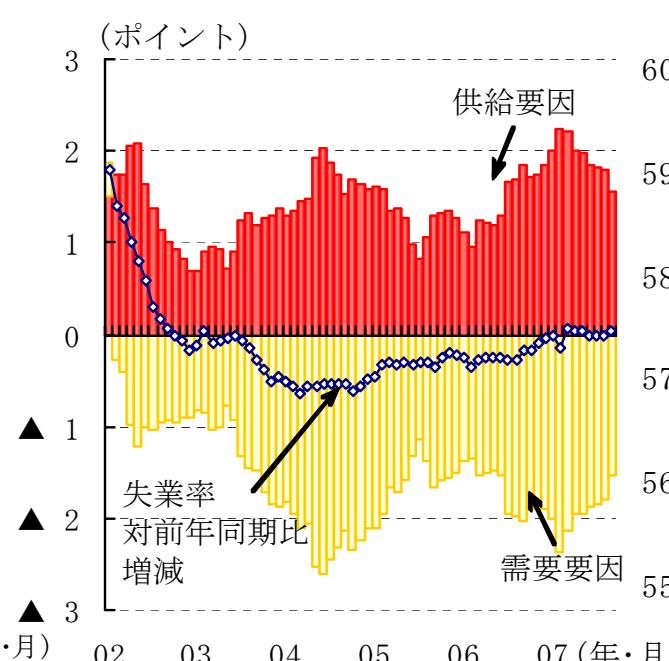
○ 雇用環境の緩やかな改善が続いている状態

- 季節調整済みの失業率は、06年以降、3.9%近傍でほぼ一定
- ただし、就業者人口の増加は比較的高い水準にあり、かつ、これまで仕事をしたくとも、仕事がみつからないために、就職活動をやめていた人や家事労働に就いていた人の吸収が続いている状態（＝労働力率の上昇傾向の持続）

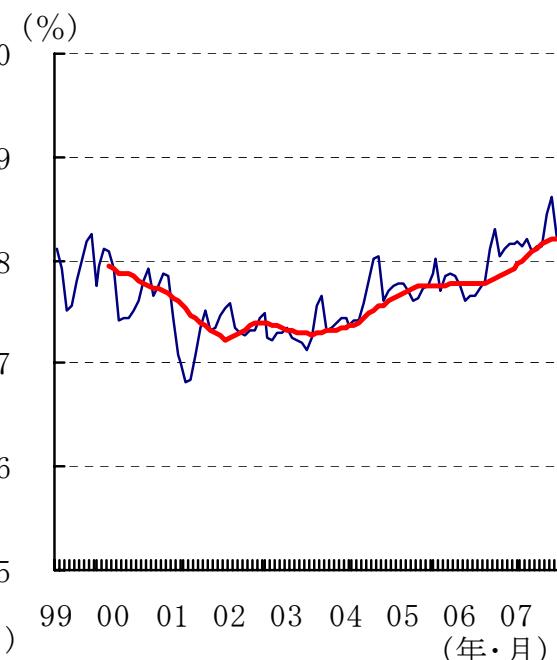
〔失業率の推移〕



〔失業率の増減要因分解〕



〔労働力率の推移〕



(注) 失業率＝失業者数÷労働力人口×100。

広義失業率＝(失業者+ディスクレジット・ワーカー)

÷(労働力人口+ディスクレジット・ワーカー)×100。

(資料)台湾行政院主計處ホームページにより作成

(注) 供給要因は、労働力人口の増加率。

需要要因は、就業者数の増加率。

(資料)台湾行政院主計處ホームページによ

り作成

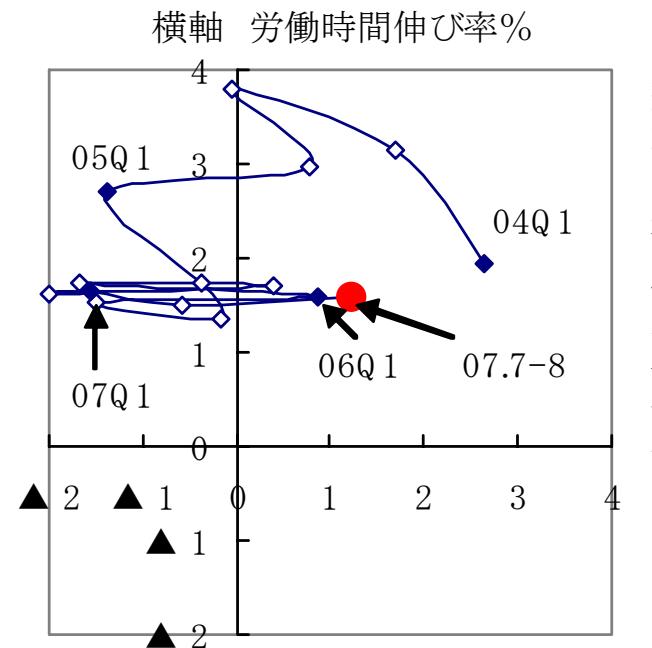
(注) 労働力÷15歳以上民間人口

(資料)台湾行政院主計處ホームページによ

り作成

- 企業の雇用戦略は引き続き慎重さを残している状況。
  - ・ 足下の生産拡大に対して、台湾企業は引き続き1%台半ばの雇用増ペースを維持しつつ、労働時間の延長で対応している状態
- ただし、名目賃金の伸び率は、今年に入り、2%台で推移しており、昨年と比べると改善傾向がみられる状況になっている

〔雇用循環図〕



(注) 前年同期比。

(資料)台湾行政院主計處ホームページにより作成

〔名目賃金上昇率〕

(単位 :%)

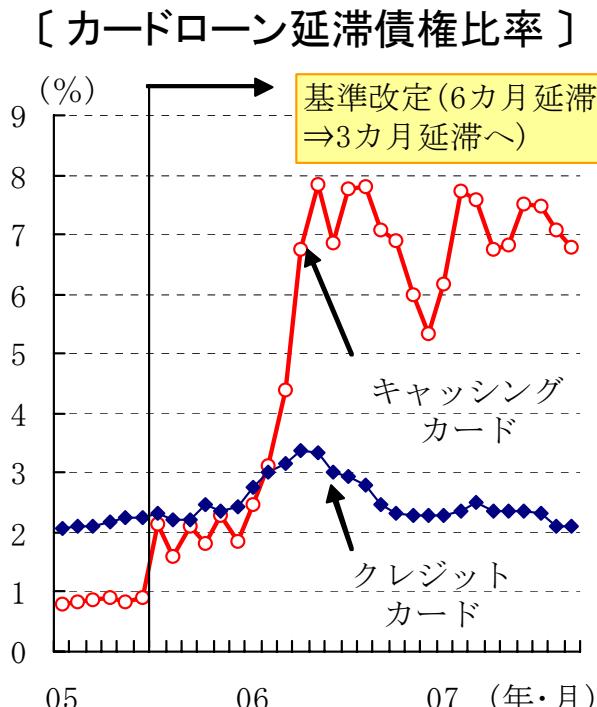
年	平均賃金			経常賃金		
	全体	工業	サービス	全体	工業	サービス
04	3.0	3.9	2.3	1.3	1.2	1.3
	2.0	3.6	0.5	1.4	1.4	1.3
	1.7	2.4	1.2	0.5	1.3	▲ 0.1
	0.3	▲ 0.4	0.9	1.2	1.8	0.7
05	3.9	4.4	3.4	0.7	1.1	0.3
	0.4	▲ 0.4	1.1	1.2	1.3	1.0
	0.1	1.6	▲ 1.3	1.1	1.7	0.4
	0.1	3.1	▲ 2.6	1.0	1.9	0.1
06	0.5	2.1	▲ 0.9	1.3	2.2	0.5
	1.6	2.5	0.8	1.0	1.8	0.4
	0.0	1.3	▲ 1.1	1.5	1.8	1.1
	1.2	0.3	2.1	1.2	1.0	1.3
07	2.5	2.0	2.9	1.4	1.6	1.3
	1.5	1.1	1.8	1.7	1.6	1.7
	3.2	3.0	3.4	2.4	1.1	3.4

(注) 前年同期比。

(資料)台湾行政院主計處ホームページにより作成

©Mizuho Research Institute

- 金融面から個人消費を下押しする要因となってきたカードローン問題は、すでに最悪期を脱しているものの、銀行の与信態度はまだ軟化してはいない
  - ・ カードローンの延滞債権比率は、ピーク時と比べると低下していることは確か
    - 同延滞債権の償却額も06年上期には150億台湾ドルを上回っていたが、最近は80億台湾ドル程度で推移
  - ・ 足下、カードローン残高の減少幅が縮小しているものの、まだ本格的な回復には至っていない

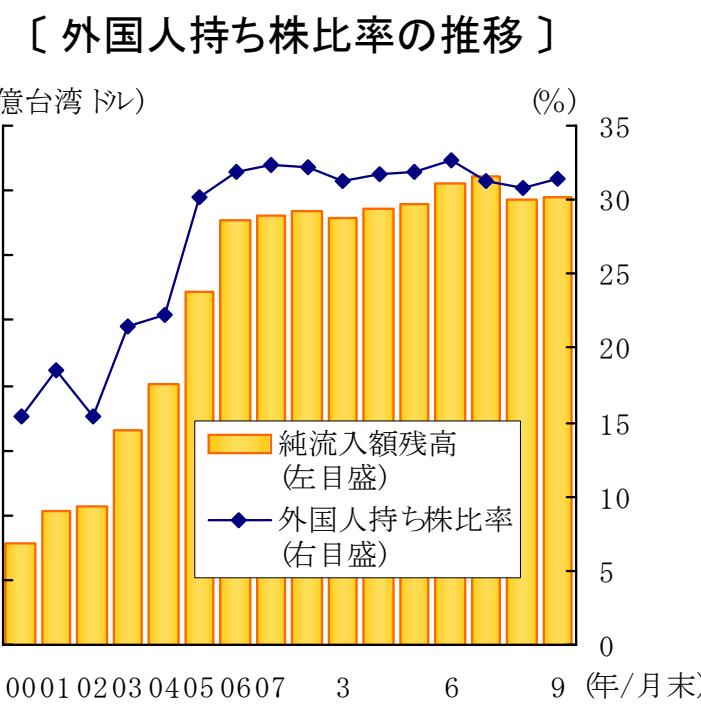


- 08年の個人消費は、企業の雇用・賃金政策を大きく変えるほどではないが、輸出環境が概ね良好に推移すること、自動車を中心とする大型耐久消費財の大幅な落ち込みの一巡などから、07年よりも若干高い伸びになると予測
- リスクファクターは株価の行方
  - ・ サブプライムローン問題による世界的な信用収縮が起こった場合、外国人持ち株比率が上昇している台湾株式市場にとっても、マイナス要因となる可能性あり。その場合には、逆資産効果による個人消費の下押しの恐れも



(資料)台湾證券及期貨市場發展基金會ホームページにより作成

©Mizuho Research Institute



(資料)台湾行政院金融監督管理委員会ホームページにより作成

- 台湾の実質GDP成長率は、07年を4.9%、08年を4.6%と予測
  - ・個人消費は成長率を下回る弱めの水準ながら、若干伸びを拡大させる
  - ・総固定資本形成は、住宅投資の伸び鈍化、半導体産業の投資の伸び鈍化などを背景に減速するが、輸出環境が概ね良好さを維持すること、液晶パネルの投資増が投資を下支え
  - ・輸出は、07年下期のIT・デジタル関連財の需要先食いという要因があるものの、世界経済が概ね良好さを維持することから、堅調さを維持すると予測
    - ただし、先進国経済はサブプライムローン問題を背景としたダウンサイドリスクに要注意、中国経済については上ぶれリスクについても留意しなければならない状況

〔台湾景気予測(暫定版)〕

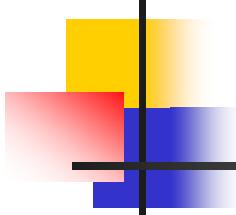
(単位: %)

	2004年	2005年	2006年	2007年(f)	2008年(f)
個人消費	4.5	2.8	1.4	2.9	3.1
総固定資本形成	19.5	0.2	1.0	4.6	3.8
内需小計	7.7	1.4	1.2	2.8	3.1
輸出等	14.4	7.6	10.3	7.1	6.7
輸入等	18.9	3.6	5.4	4.1	4.8
実質GDP成長率	6.2	4.1	4.7	4.9	4.6

(資料)台湾行政院主計處、により作成

© みずほ総合研究所

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。

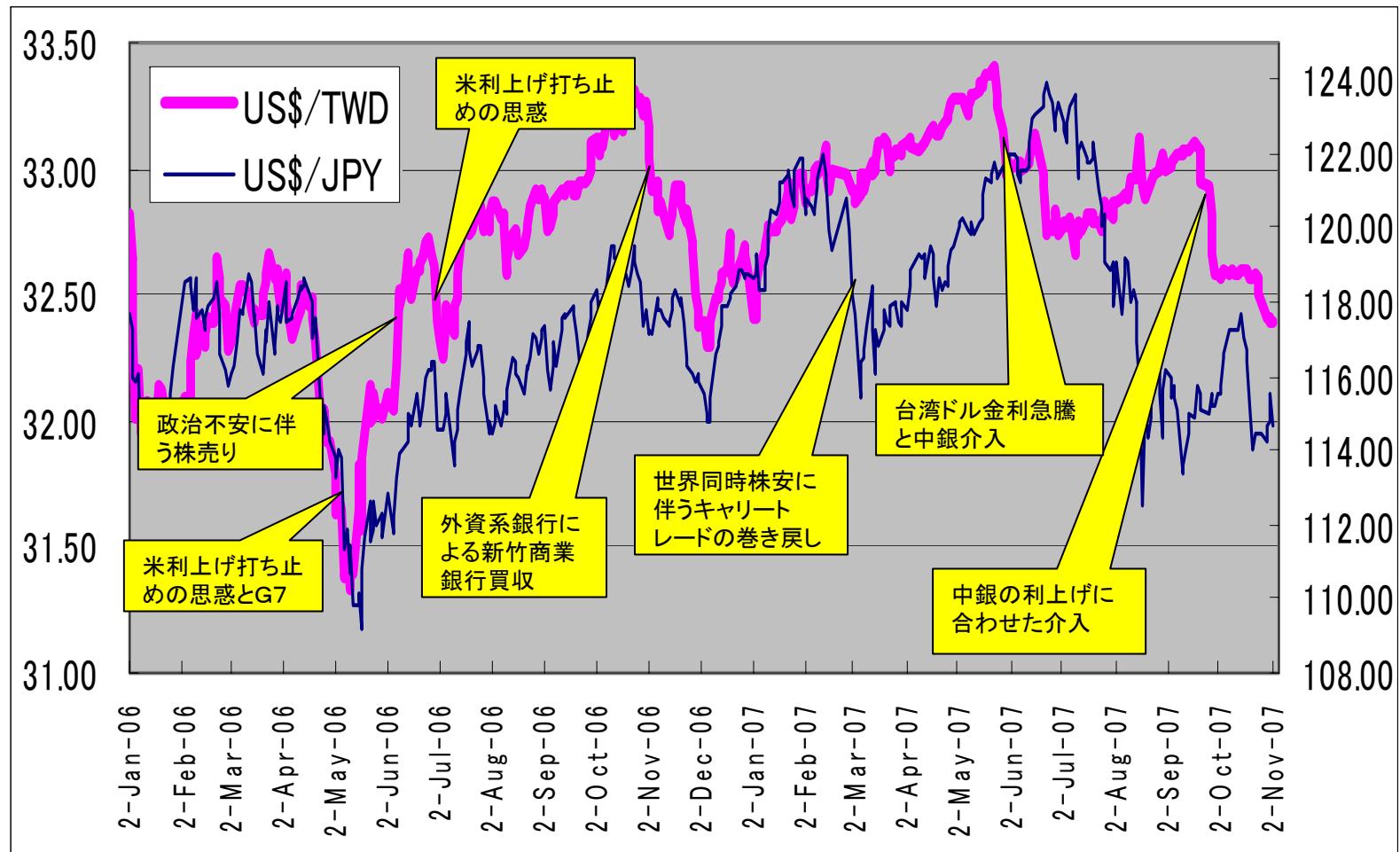


## 最近の為替相場動向

### ＜最近の相場推移＞

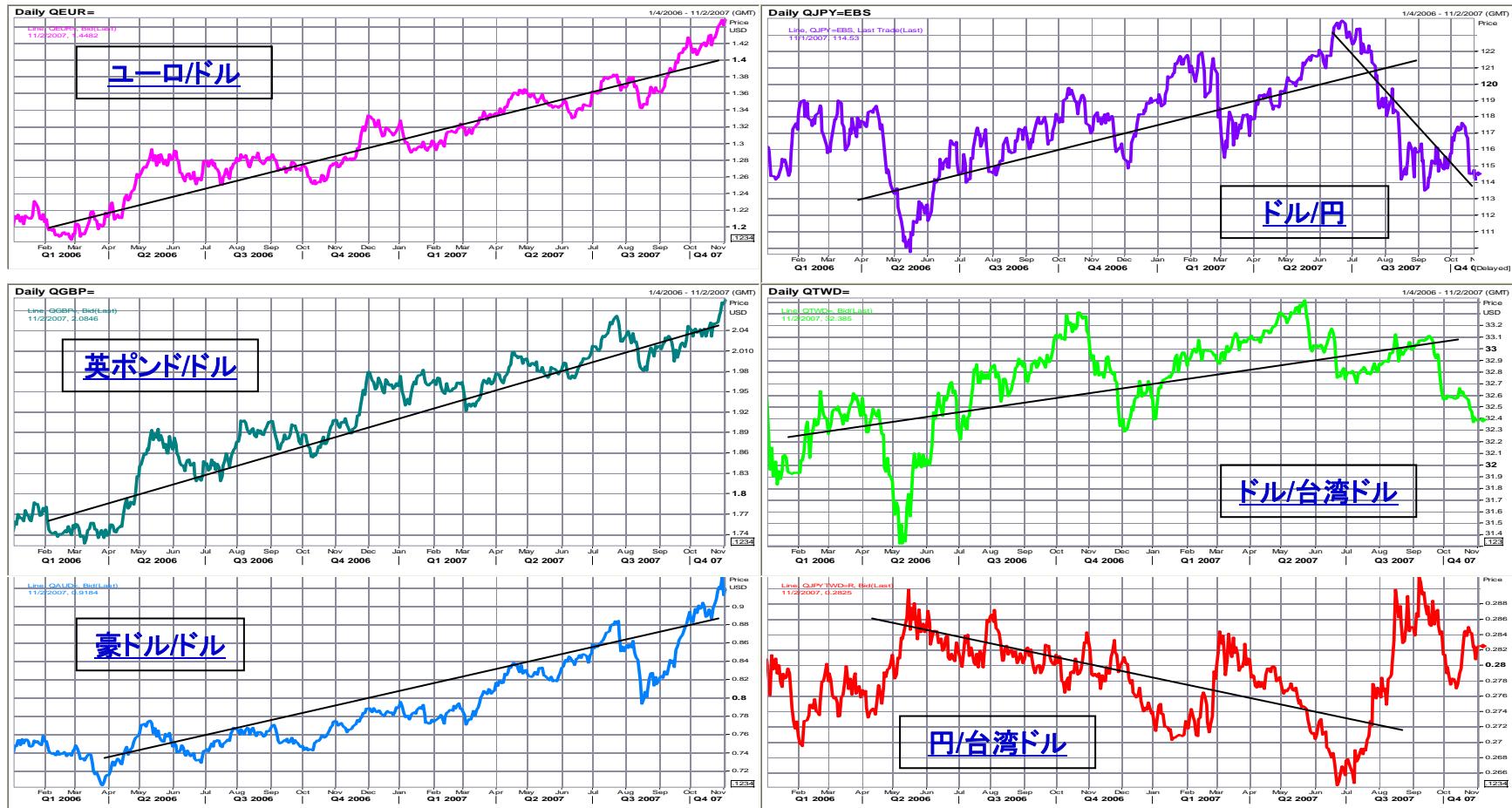
	2007年1月～6月	2007年7月～11月 (11/2現在)
USD/JPY	115.13～124.16	111.60～123.66
USD/NTD	32.257～33.427	32.345～33.163
JPY/NTD	0.2640～0.2850 (3.509～3.788円)	0.2640～0.2965 (3.373～3.788円)
相場の材料	<ul style="list-style-type: none"><li>・米金利動向</li><li>・日本金利再引き上げ</li><li>・G7声明</li><li>・世界同時株安</li><li>・キャリートレード</li><li>・台湾ドル金利急騰と非不貿易介入</li></ul>	

# 最近の為替相場動向



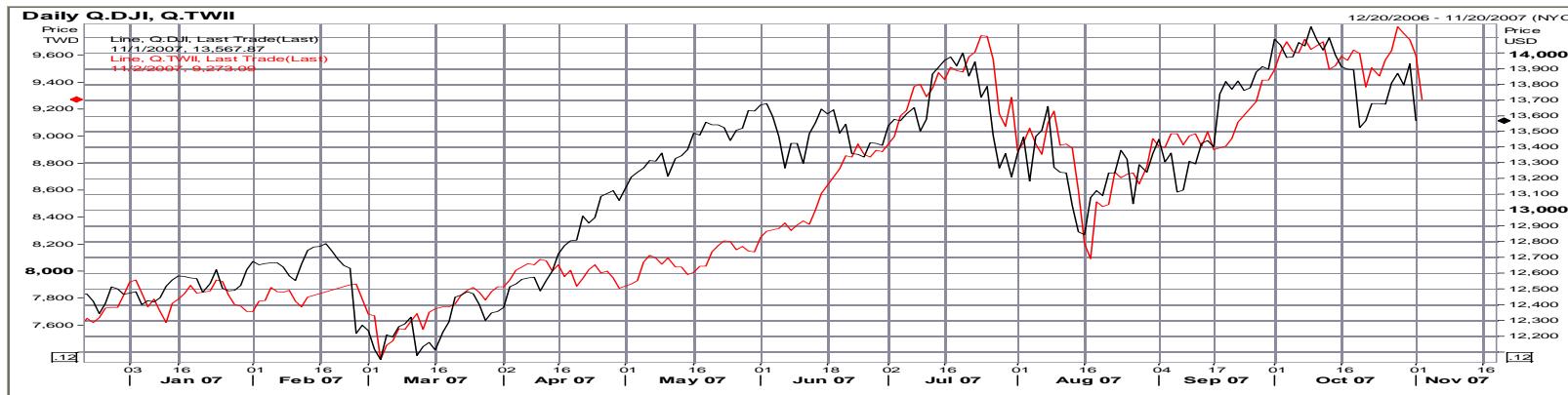
# 最近の他通貨動向

ユーロ・英ポンド・豪ドル > USドル = 台湾ドル = 円

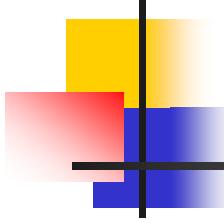


# 最近の動き(サブプライム関連)

(出典:Reuters)

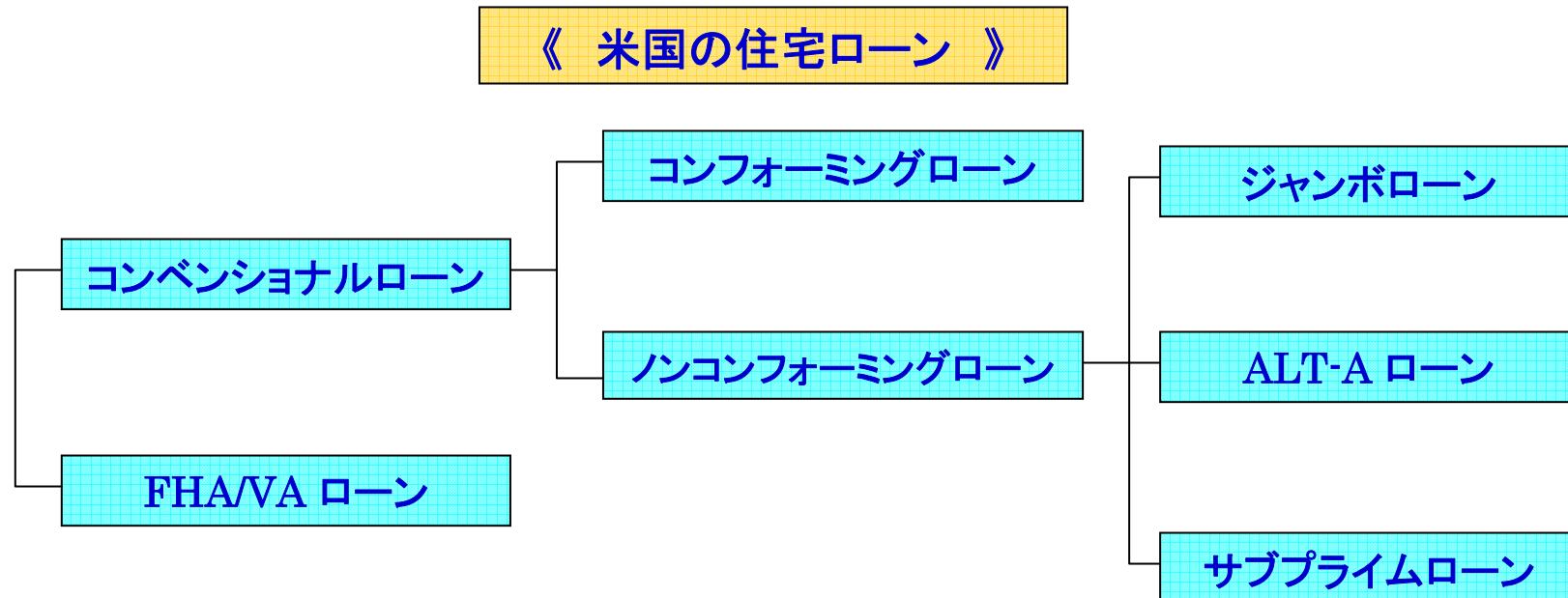


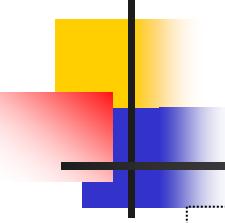
- 06年末頃 ローン専門会社が資金繰りに行き詰る
- 2月下旬 ミーセンティリーファイナンシャル 産法11条申請 題が表面化
- 4月2日 ベアスター・ズ、ファンダ・2社への資金支援発表
- 6月22日 ベアスター・ズ、ファンダ・2社への資金支援発表
- 7月10日 ムーティーズ、RMBS大量格下げ
- 7月31日 ベアスター・ズのファンダ2社 破産法申請
- 8月6日 アメリカンホールモーゲージインベストメント社 破産法申請
- 8月9日 ECB緊急資金供給
- 8月13日 米ゴールドマンサックス 奪下のファンダ
- 8月17日 米FRB公定歩合0.50%緊急利下げ
- 10月24日 メリル・リノ・チャーチ・ア・ブライム関連評価損79億ドルと発表
- 10月31日 FRB公定歩合、FFRレート0.25%利下げ



# サブプライムローンとは？(1)

- サブプライムローンとは？
- → 低所得者や過去に延滞を繰り返したなど信用力の低い個人を対象とした住宅ローン。
- → 通常の審査より基準が緩いが、金利は高め。





## サブプライムローンとは？(2)

### ○FRBによる定義

- ・過去12ヶ月以内に30日延滞2回以上または過去24ヶ月以内に60日延滞を一回以上。
- ・過去24ヶ月以内に抵当権の実行、債務免除
- ・FICOスコア660以下
- ・DTI50%以上またはLTV85%以上

- ・2000年ごろは住宅ローン全体の2%程度だったものが、米国の住宅ブームに乗り、2004年ごろから急速に普及。
- ・2006年末残高 1.3兆ドル＝住宅ローン全体(9.6兆ドル)の約13%

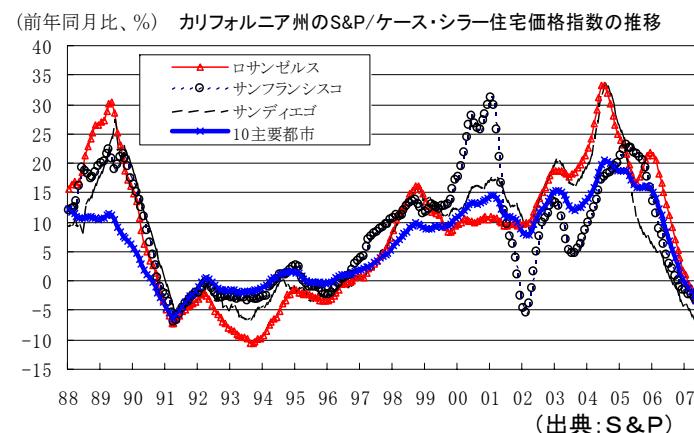
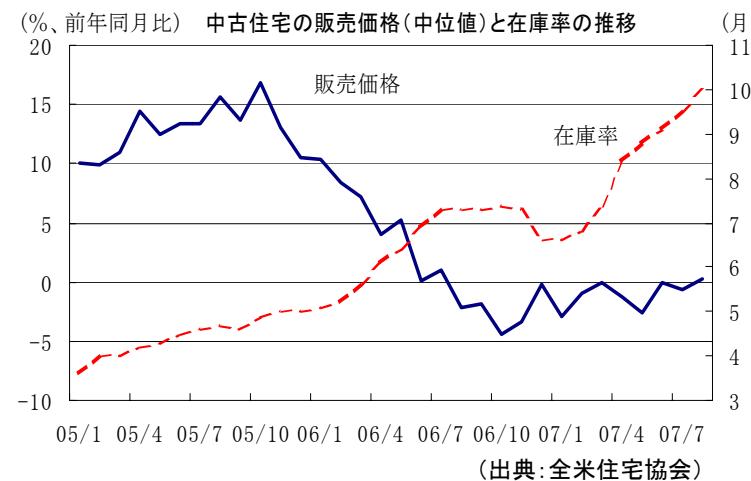


住宅価格の下落に合わせて問題が顕在化

# 米国の住宅事情

## ■ 住宅価格の下落

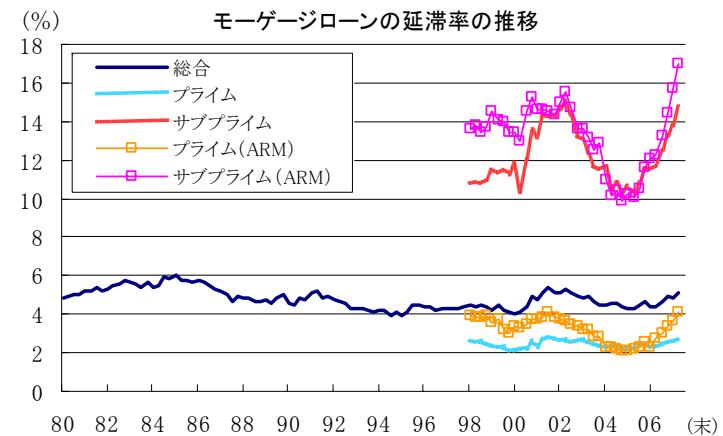
- 中古住宅の平均価格は前年の水準をやや割り込みながら推移。
- 販売の不振(在庫率の高さ)や、デフォルトの増加(担保物件の処分)が価格の下落圧力に。また、住宅投資は冷え込んだまま。
- 特に落ち込みが激しいカリフォルニア州の他、ネバダ、アリゾナ、フロリダなど下落が顕著。



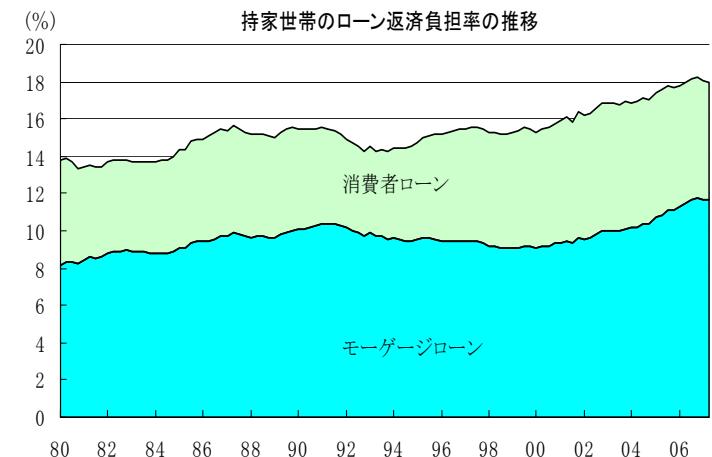
# 住宅ローン債権の劣化

## ■ 延滞率の上昇

- サブプライム住宅ローン、特にARMs (Adjustable Rate Mortgages=変動金利型モーゲージローン)では延滞率が急上昇。

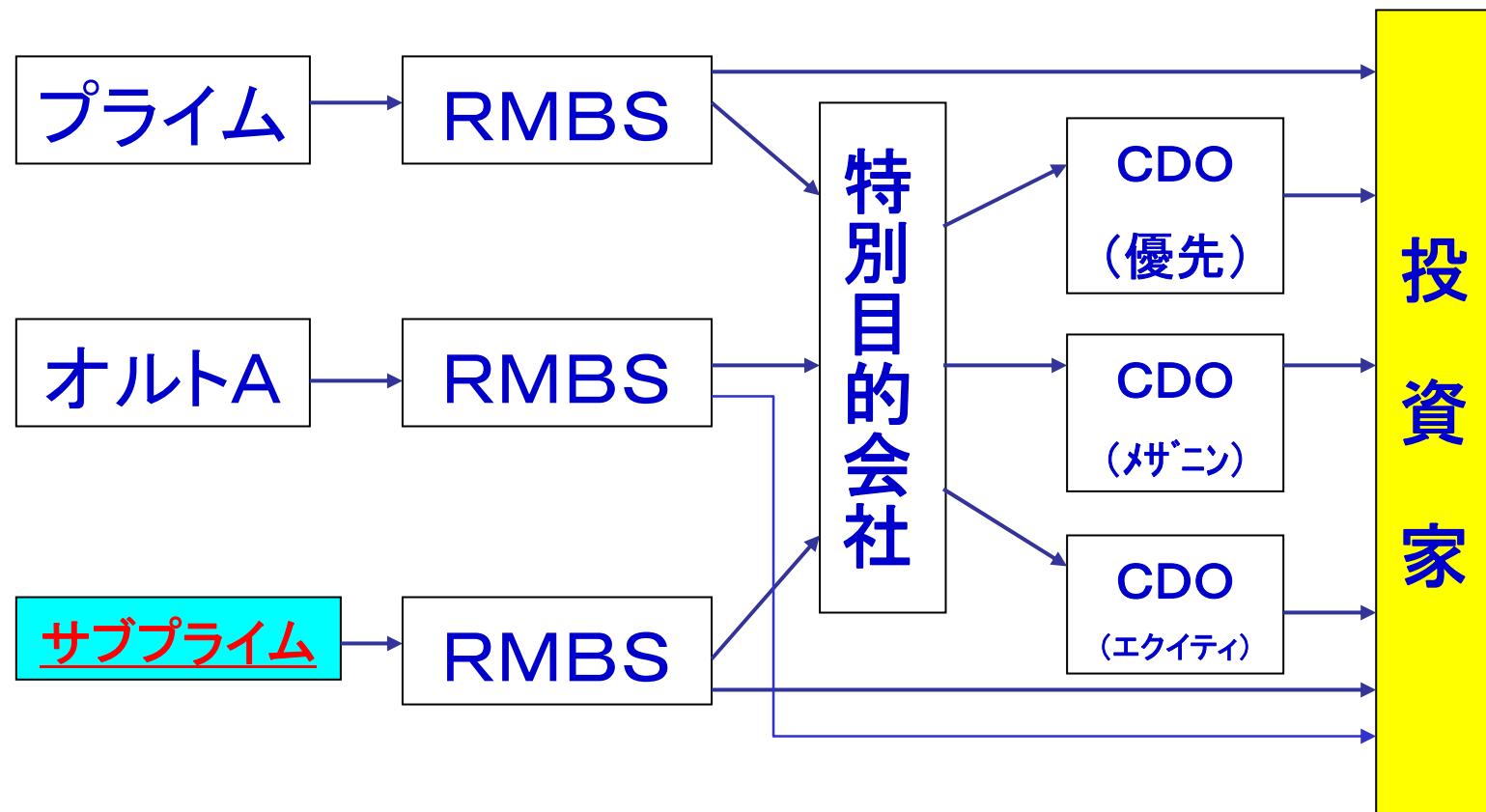


- 返済負担率の上昇に伴い、消費の冷え込みが強まるとして懸念される。



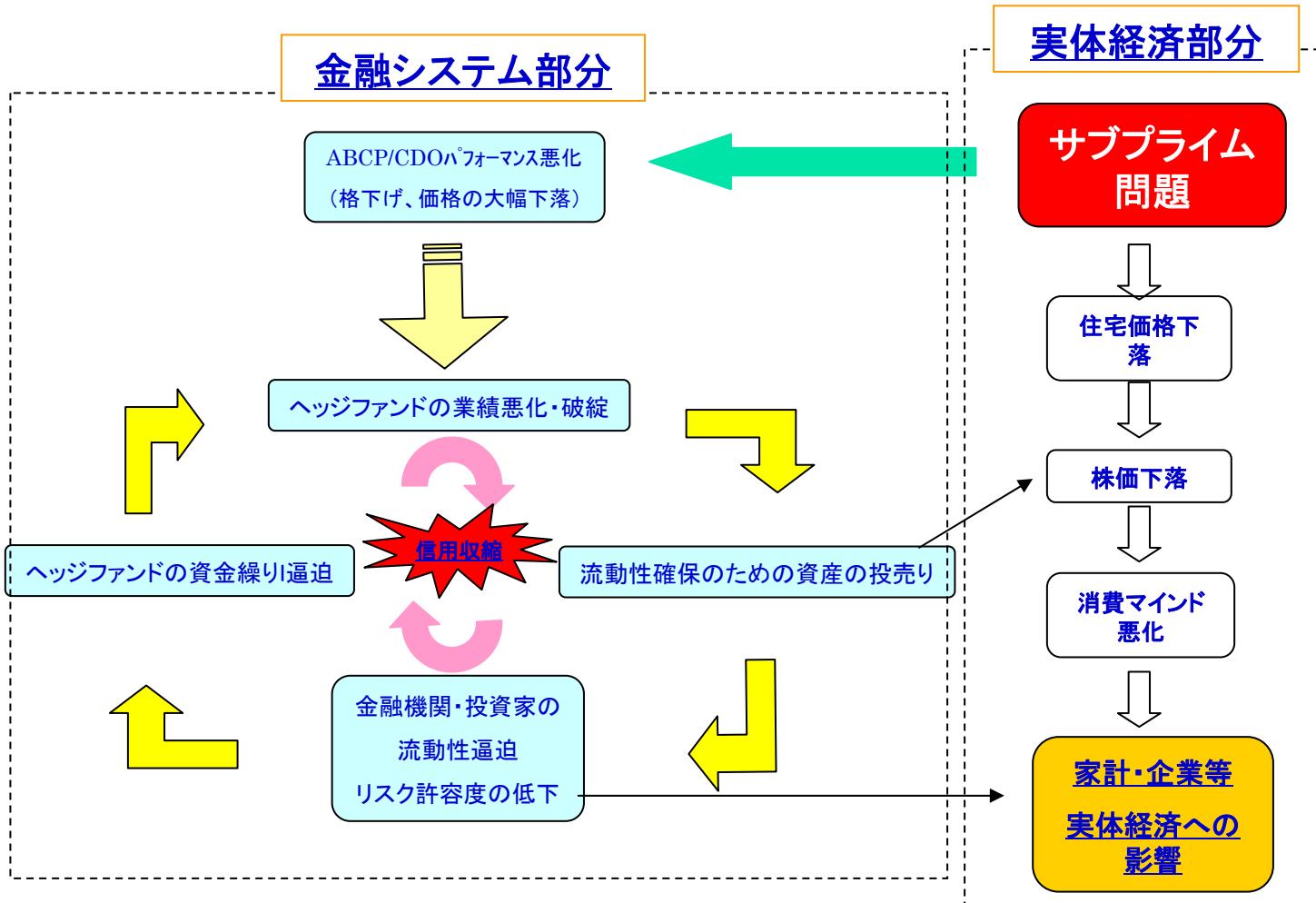
# なぜ世界的な問題となつたか？

複雑な証券化の結果、原資産の良く分からない証券が世界中の投資家へ



出典:みずほ総研 改

# 負の連鎖



出典:みずほ総研 改

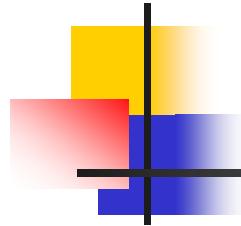
# 台湾金融市场への影響

業種	社数	投資性質	投資金額	実損金額
保険	生保:9社 損保:3社	資金運用	301.88億元	T生保:4.47億元 M損保:238万元
銀行	16行	資金運用	404億元	M銀行:約1億元
銀行	5行	プライベートバンкиング	41億元	なし
投信	国内:2銘柄 国外:25銘柄	ファンド投資	国内部分処理済 国外部分残り1%	国内:950万米ドル 国外:約1000万米ドル

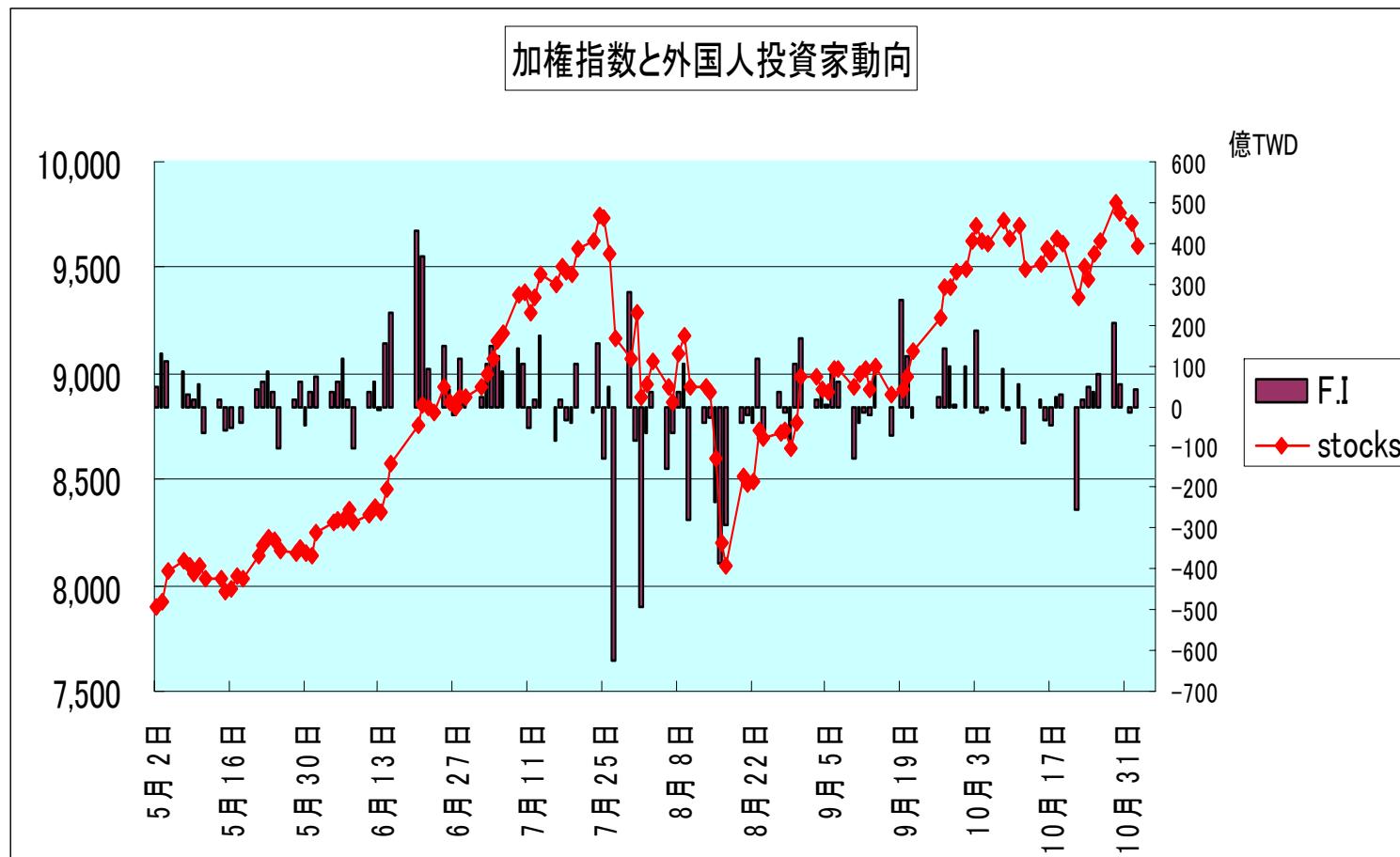
(8/10 工商時報)



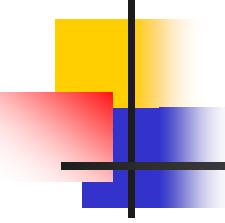
台湾の金融機関による直接的な投資額は僅かだが…。



# 台湾加權指數と外国人投資家動向

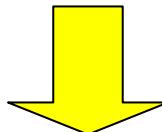


(資料:Reuters, 台灣證券交易所)

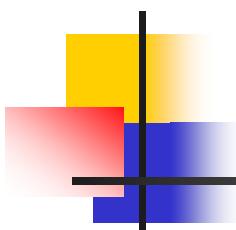


## 問題は収束したのか？

8/17	米FRB 公定歩合0.50%緊急利下げ
8/22、10/11	日銀金融政策決定会合 利上げ見送り
9/6、10/4	ECB政策理事会 利上げ見送り
9/18	米FRB 公定歩合/FFレート0.50%利下げ
10/15	Citi等米大手銀行によるSIV救済基金設立
10/31	米FRB 公定歩合/FFレート0.25%利下げ



- 落ち着きを取り戻したかに見える市場。しかし、根本的な解決はまだ。
  - 米住宅市場の適正在庫水準は4.1ヶ月。メインシナリオとしては08年夏ごろにようやく回復の兆し。
  - OTSの議会証言によれば、07年に5,670億ドルが条件見直し。
  - 格付け会社への不信によるリスク資産への投資回避
  - 今回の問題に拍車をかけたのは、誰も正しい時価を出せないこと。
  - サブプライム以外の証券化商品でも、多大な損失発生の可能性。



# 金融機関の損失額

単位:億ドル

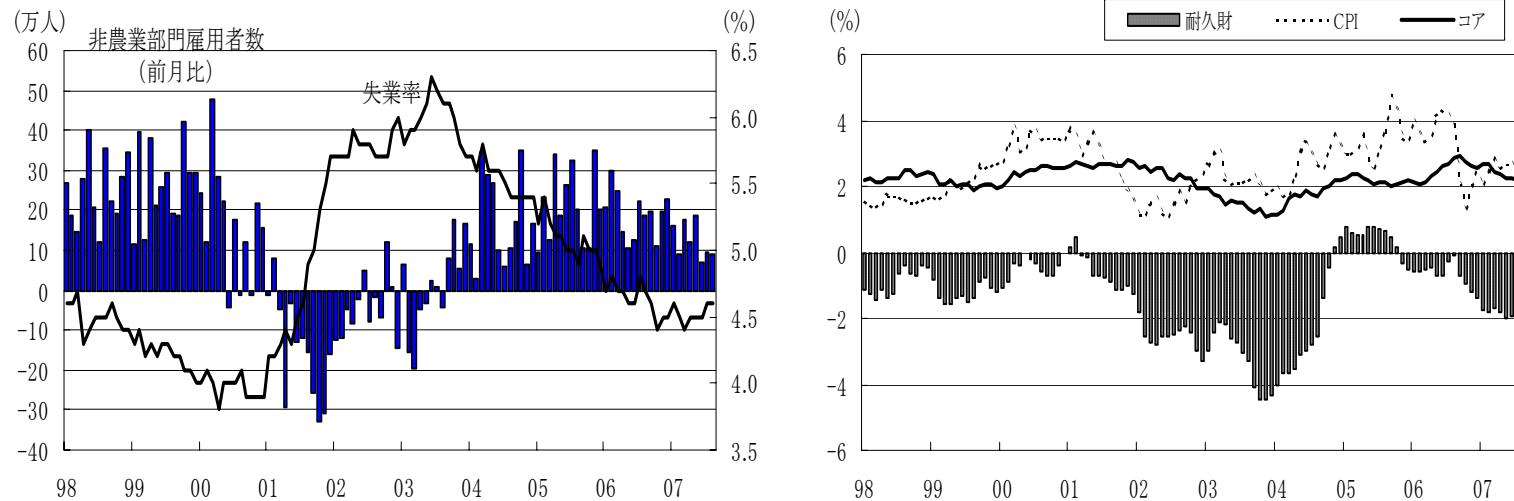
金融機関名	純利益	損失額
メリルリンチ	▲22	89
シティグループ	24	64
バンク・オブ・アメリカ	37	27
JPモルガン・チェース	34	22
ゴールドマン・サックス(※)	29	15
モルガン・スタンレー(※)	15	15
ワコビア	17	14
ベアー・スターンズ(※)	2	9
リーマン・ブラザーズ(※)	9	7
ウェルズ・ファーゴ	23	3
野村ホールディングス	▲4	6
みずほ証券	▲3	2

※6-8月期決算。それ以外は7-9月期決算。

(10/25 日本経済新聞)

# 米国のファンダメンタルズ

- 2007年第3四半期のGDP(事前推定値)は前期比年率+3.9%。足元は堅調なようだが、果たして……。
- サブプライム問題が米国の雇用にも波及するかどうかが重要。
  - 非農業部門雇用者数の増加数は、10月は前月比+16.6万人(市場予想は+8.5万人)。失業率4.7%。(左図)
- 昨今の原料・素材価格の上昇によりCPI(コア)は引き続き2%以上。(右図)

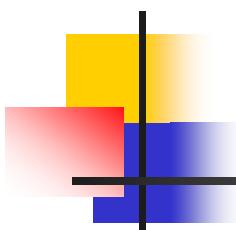


# インフレ圧力継続の可能性



最近は原油価格の高騰などもあり、右肩上がり。景気減速懸念が、上値を抑える傾向にあるが、原油高・資源高が続ければ、更に上昇する可能性も。

⇒FRBとしては景気を取るか、インフレを取るか、難しい判断を迫られている。



## FRBの景気・インフレ認識

- 10/30～31 米FOMC声明文

- ◆ 「景気拡大のペースは、一部、住宅部門の調整本格化を反映し、短期的には減速する可能性が高い。」
- ◆ 「最近のエネルギー・商品価格の上昇などから、インフレ上昇圧力が再燃すると考えられる。」



- ◆ 「今回の措置(注:0.25%の金利引下げ)により、インフレ加速と成長下振れのリスクはほぼ均衡する。」
  - ⇒利下げ打ち止め感を醸成。
  - ⇒市場による過度の利下げ期待を牽制か。

- 次回米FOMCは12/11。 中立姿勢を打ち出した以上、次回は金利据え置きか？ 但し、来年以降の利下げは可能性大。

# 台湾の景気動向

## ▶台灣の景気動向(GDP)

- 2007年2Qの成長率は5.07%。  
(5月時点の予測は4.92%)
- - ・株式市況の活況
  - ・電子・基本金属等の輸出の増加
  - ・大型設備投資による固定資本形成の増加
- 2007年通年では4.58%の成長を見込む。懸念は米国経済の失速。

	06年	07年/1Q	07年/2Q	07年予測
GDP	4.68	4.18	5.07	4.58
民間消費	1.45	2.10	2.61	3.00
政府支出	-0.23	-0.85	0.09	1.46
固定資本形成	1.01	2.40	9.25	4.34
民間	3.26	3.25	12.46	5.65
財貨サービス輸出	10.34	6.27	4.62	5.46
財貨サービス輸入	5.42	-0.99	3.98	2.95

(出典:行政院主計処)

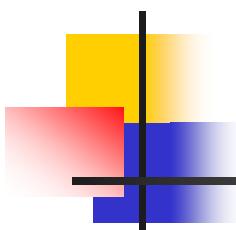
# 輸出入の状況

## ▶ 輸出入の動向 (億ドル、%)

出典:財政部 主計処

	2006年	2007年9月	2007年1-9月
輸出	2,240	222	1,787
伸び率	+12.9	+10.6	+8.3
輸入	2,027	191	1,613
伸び率	+11.0	+10.5	+6.5
収支戻	213	31	174
伸び率	+34.6	+11.2	+28.1
外貨準備高	12月 2,661	9月 2,629	9月 2,629

- 輸出先:中国・香港(+19.7%)、米国(▲8.3%)、日本(▲10.8%)。  
    欧洲(+10.8%)、アセアン(+19.1%)
- 輸入先:中国・香港(+12.8%)、日本(+7.7%)、米国(+25.9%)



# 企業動向

## ▶ 商業動向 (売り上げ高伸び率、%)

出典: 経済部 統計処

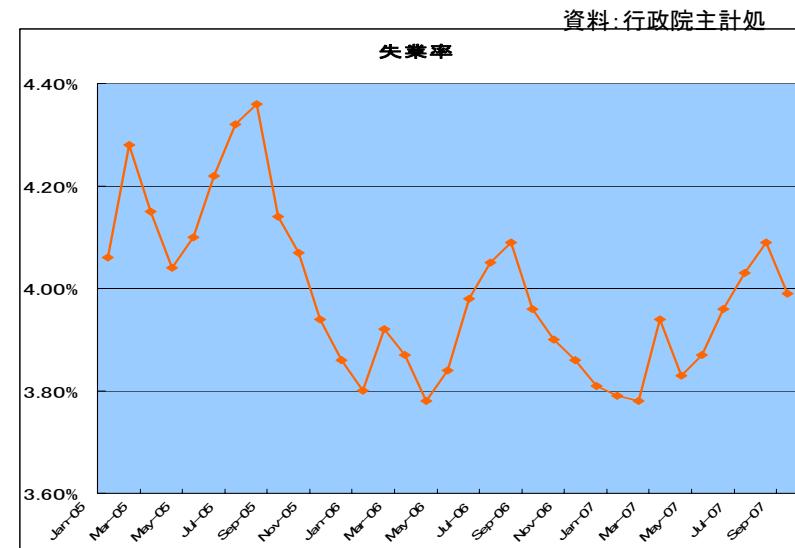
	2006年	2007年上期	2007年1-8月
商業全体	6.72	5.23	6.18
総合小売業	2.96	4.22	3.71
百貨店	-0.84	4.71	3.86
スーパー	1.93	7.67	8.57
コンビニ	8.85	3.88	2.83
量販店	1.59	2.04	2.31
卸売業	8.97	6.58	2.25
外食業	4.53	6.09	5.94

- スーパー好調ながら、コンビニは苦戦。百貨店は回復。

# 個人消費動向

## ➤ 失業率

- 9月は3ヶ月ぶりの3%台。
- 失業者数も前月比1.3万人減の42.9万人



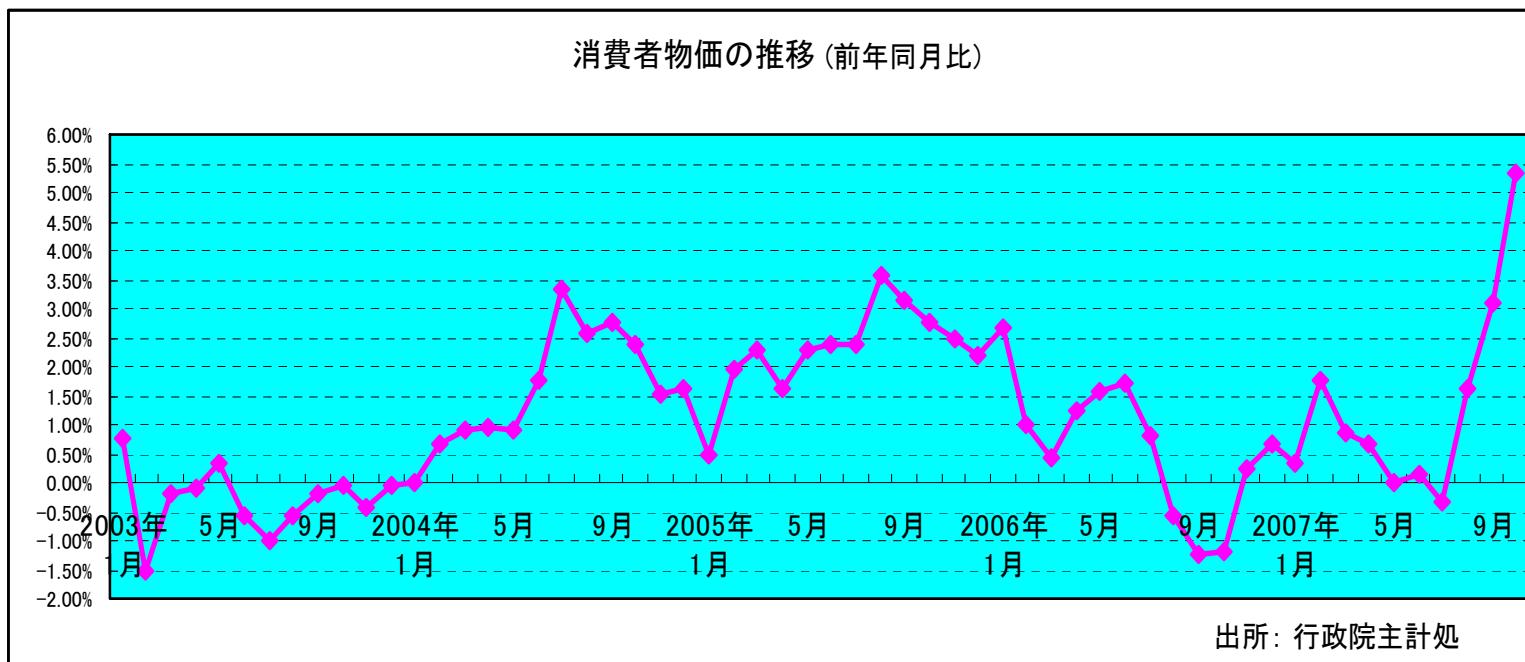
## ➤ 個人消費者動向

- カードローンの不良債権比率はピークアウト。
- 行政院も今年度の個人消費は3%程度の増加を見込む。
- 但し、原油高・資源高による消費への影響も無視できず。

# 物価動向

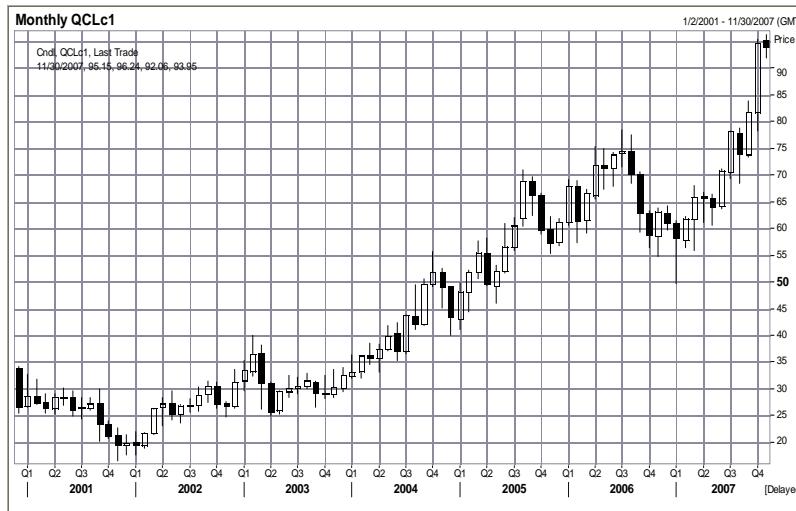
## ➤ 消費者物価指数(CPI)

- 10月は食料品の高騰で5.34%と13年ぶりの大きな伸び。

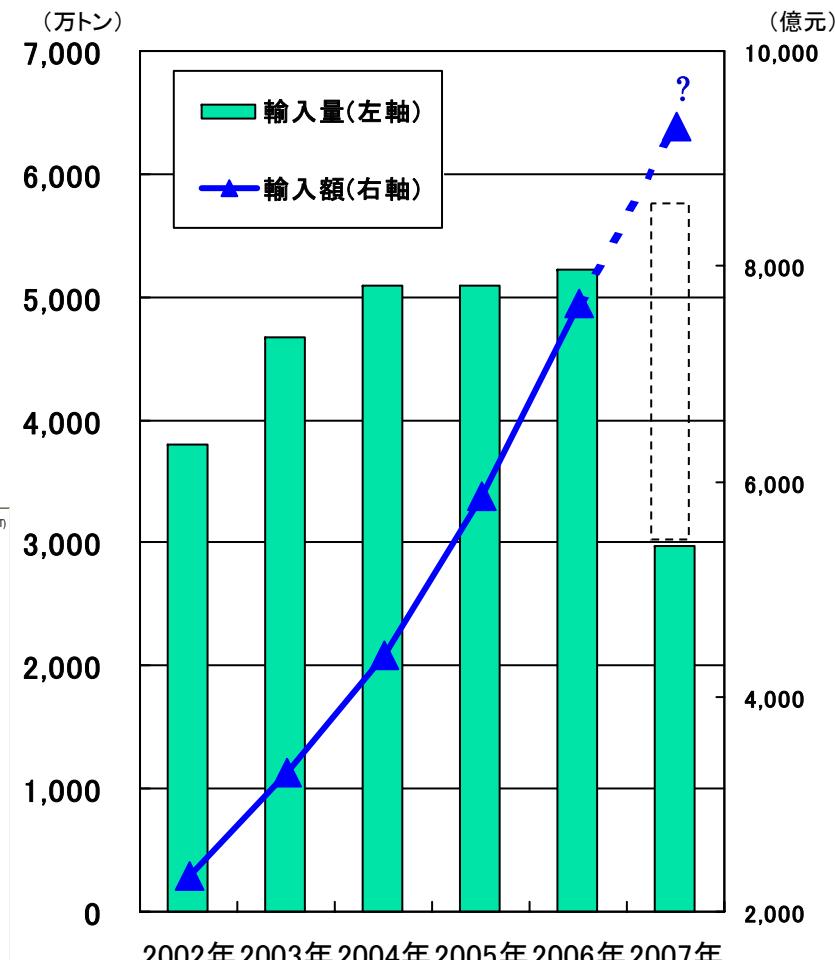


# 原油価格高騰の影響

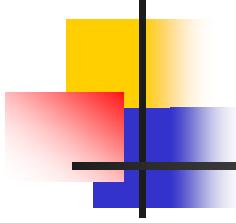
- 原油輸入量は、02年の3,802万トンから06年には5,221万トンにまで増加。07年1~7期は2,976万トン。
- 一方、原油価格自体も24.4ドル/バレル(02年)から61.1ドル/バレル(06年)まで上昇。
- 結果的に、06年の輸入額は7,658億台湾ドルまで増加。07年もほぼ間違いないと増加の見込み。



(出典: Reuters)



(出典: 行政院主計処)



## 今後の展開

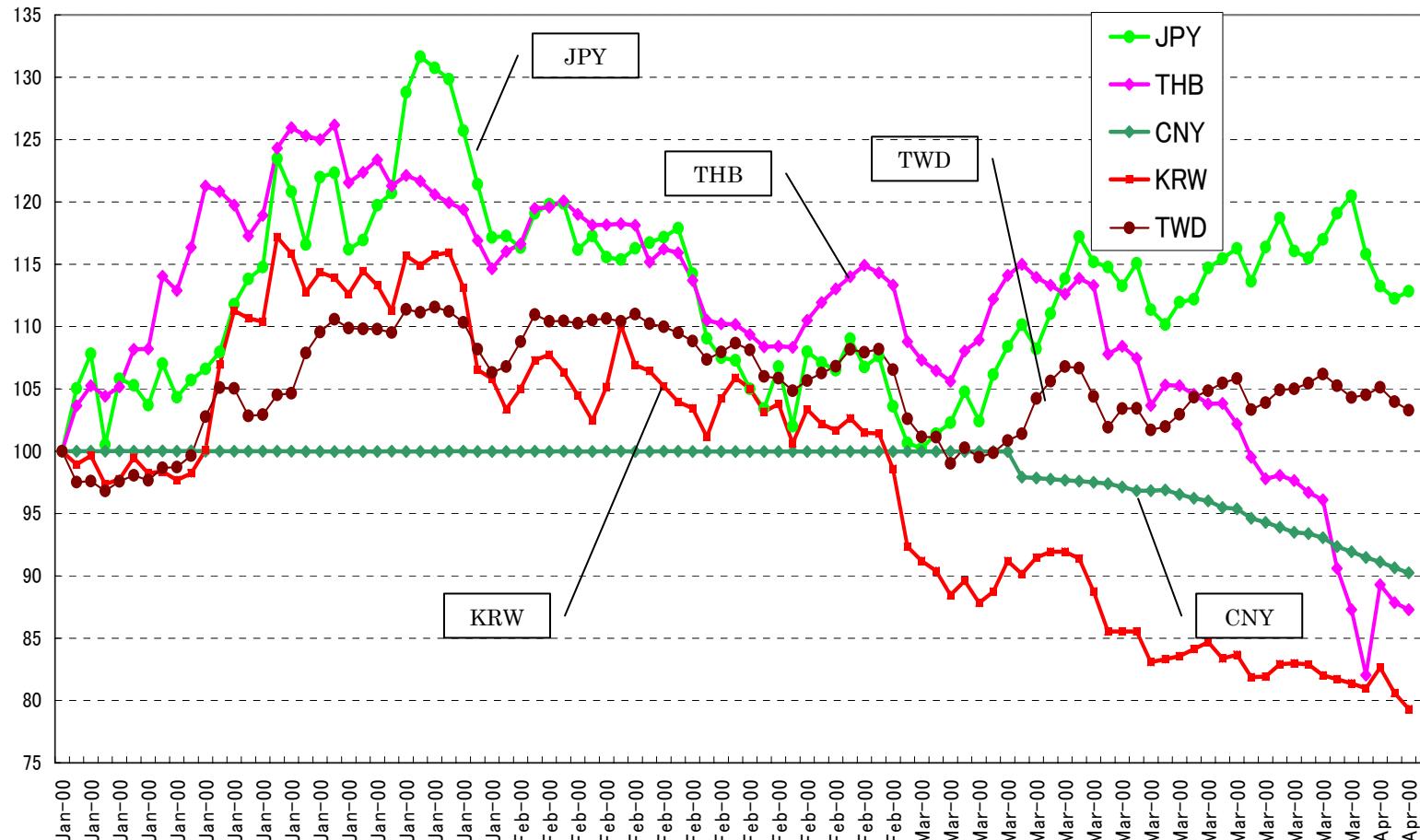
### ■ 各国当局の動き

- 11/8 欧州理事会
- 11/19～20 日銀金融政策決定会合 ⇒ 再度利上げ見送り?
- 12/6 欧州理事会
- 12/11 米FOMC ⇒ 動向次第では再度利下げも?
- 12/19～20 日銀金融政策決定会合

### ■ 台湾の動き

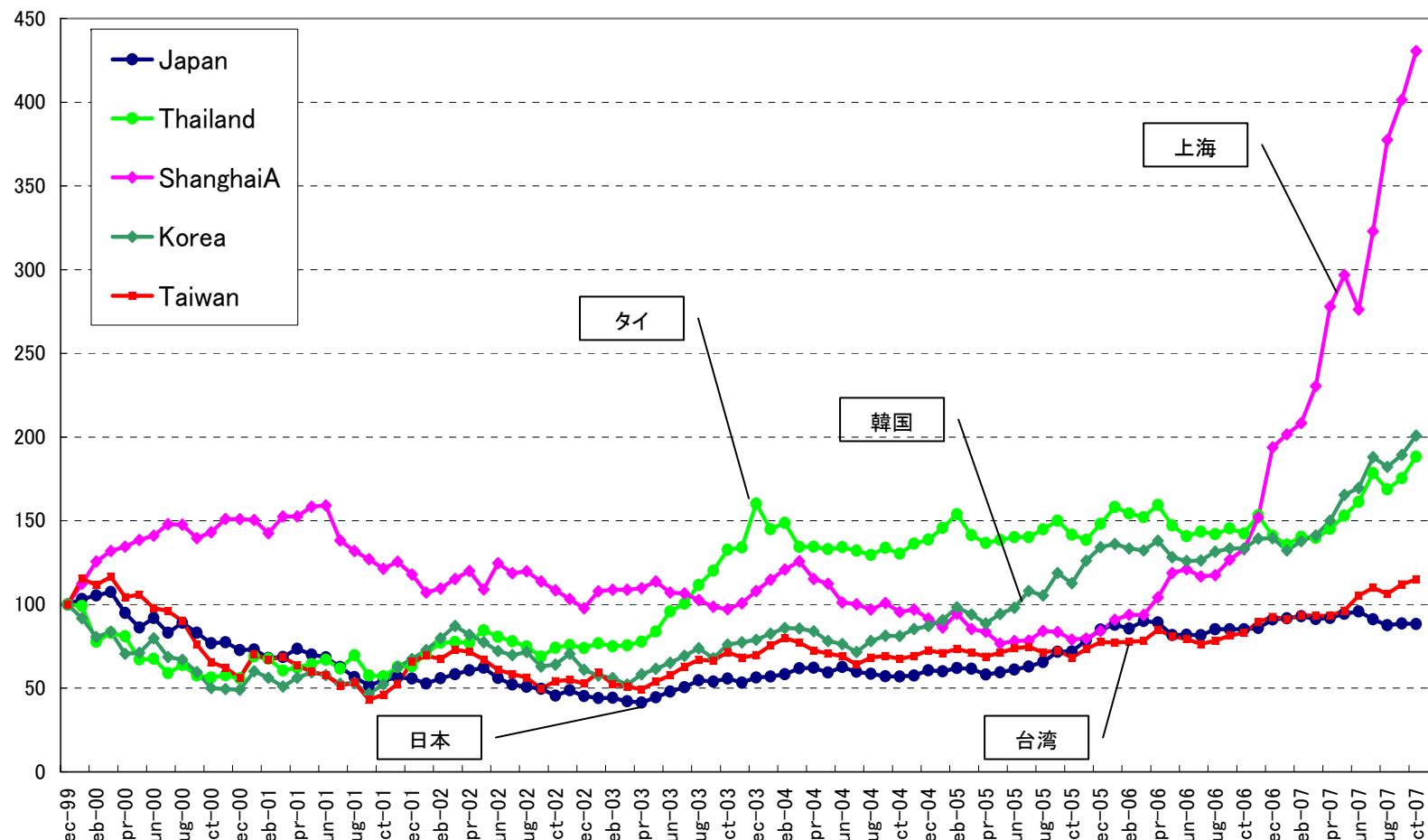
- 07年12月 中央銀行四半期理事会 ⇒ 利上げは不可避?
- 08年1月 立法院選挙
- 08年3月 總統選挙

## (ご参考) アジア各国の通貨動向



(1999年12月末時点を基準として指数化したもの。)

## (ご参考) アジア各国の株式動向



(1999年12月末時点を基準として指数化したもの。)

# (ご参考)各種指標・言葉の意味

	指標名等	開催・発表時期	意味
米国	FOMC	年8回 約6週間ごとの火曜日	FRB(米連邦準備制度理事会)が開く米金融政策の最高意思決定会合。FRBの理事(7名)、ニューヨーク連銀総裁(1名)、地区連銀総裁(4名)の合計12名で構成されており、短期金利の指標であるFFレートや公定歩合を決定。3週間後に議事録を公表している。
	FFレート	—	Fed Fundレートの略。連邦準備制度加盟銀行が、準備預金を積むために調達する際のレート。米国の代表的な金融政策の誘導目標。現在は5.25%。
	CDO	—	Collateralized Debt Obligation。債権や金銭債権を取りまとめた資産を担保として発行される債券。通常優先劣後構造をとっており、信用力に応じて利回りが決まる。
	RMBS	—	Residential Mortgage Backed Securities。幾つもの住宅ローン債権をまとめ、証券化して小口債権として販売するもの。住宅ローン債務者の支払が滞れば、元利金の受取に支障が出るが、通常は債権額のうちいくらくは担保として留保しておくので、一般的には安全。
	ケース・シラー指数	毎月末、四半期末近く	米S&P社発表している一戸建て住宅の価格指数。2000年1月を100とし、3ヶ月ごとに全米指数、毎月主要10都市/20都市指数を発表している。高額物件も含まれており、実勢を反映している。
	雇用統計	月初 第一金曜日	失業率と非農業部門雇用者数を中心として、週労働時間・平均時給など10数項目が発表される。景気判断およびインフレ圧力を計る上で極めて重要な指標。
	消費者物価指数(CPI)	毎月15日前後	身の周りにある最終消費財およびサービスの価格指数。基準年を100とし、どれくらい物価が上昇したかを示すもの。変動の激しい、食品・エネルギーを除いたものをコア指数と呼ぶ。

- ◆ 当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ◆ 当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。
- ◆ 投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。
- ◆ 当資料の著作権はみずほコーポレート銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

連絡先：みずほコーポレート銀行 台北支店

資金課 近藤禎朗（こんどうさだあき）

TEL:02-2714-7400

Mail:sadaaki.kondou@mizuho-cb.com

