

2007 年度～2008 年度の経済見通し

日本経済：『踊り場脱却に近づく日本経済』

2006 年度実質 GDP 成長率：+2.0%（前回 2006 年 11 月 17 日：+2.3%）

2007 年度実質 GDP 成長率：+2.2%（前回 2006 年 11 月 17 日：+2.2%）

2008 年度実質 GDP 成長率：+2.8%

2007 年 2 月 20 日

野村證券株式会社

金融経済研究所 経済調査部・アジア調査部

日本経済の予測要約表

[2007年2月20日時点]

[前回:2006年11月17日時点]

		2005年度	2006年度 (予)	2007年度 (予)	2008年度 (予)	2006年度 (予)	2007年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	+2.4	+2.0	+2.2	+2.8	+2.3	+2.2
	<内需寄与度>	<+1.9>	<+1.3>	<+1.8>	<+2.6>	<+1.7>	<+1.9>
	<民間内需>	<+1.8>	<+1.6>	<+1.9>	<+2.7>	<+2.2>	<+2.1>
	<公的内需>	<+0.1>	<-0.2>	<-0.1>	<-0.1>	<-0.5>	<-0.1>
	<外需寄与度>	<+0.5>	<+0.7>	<+0.5>	<+0.2>	<+0.7>	<+0.3>
	民間最終消費支出	+1.9	+0.6	+1.6	+2.6	+1.0	+1.9
	民間住宅投資	-1.0	+0.6	+3.2	+5.1	-0.3	+5.3
	民間企業設備投資	+5.7	+7.7	+5.5	+7.4	+9.6	+5.4
	民間在庫品増減<寄与度>	<-0.1>	<+0.0>	<-0.0>	<-0.1>	<+0.2>	<-0.1>
	政府消費	+0.9	+0.9	+0.7	+0.8	+0.6	+0.5
	公的固定資本形成	-1.4	-8.6	-6.2	-6.2	-12.7	-6.3
	財貨・サービス輸出	+9.0	+7.6	+5.9	+7.7	+8.5	+6.3
	財貨・サービス輸入	+6.0	+3.5	+3.7	+8.3	+4.7	+5.3
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.3>	<+1.3>	<+2.0>	<+2.1>	<+1.5>	<+2.1>
	名目国内総支出	+1.0	+1.3	+2.5	+3.3	+1.9	+2.5
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	+1.6	+4.7	+3.1	+4.9	+3.6	+3.8
	国内企業物価	+2.1	+2.8	+0.9	+0.4	+2.9	+1.0
	消費者物価	-0.3	+0.3	+0.0	+0.5	+0.4	+0.1
	除く生鮮食品	-0.1	+0.1	+0.1	+0.5	+0.2	+0.2
対 外 収 支	完全失業率(%)	4.4	4.1	3.8	3.3	4.1	3.9
	通関出超額(兆円)	7.9	8.8	13.7	14.3	9.0	12.6
	貿易収支(兆円)	9.6	10.5	15.2	16.0	10.7	14.2
	貿易・サービス収支(兆円)	7.4	7.6	11.4	11.9	8.4	11.6
	経常収支(兆円)	19.1	20.5	26.4	27.8	21.4	26.2
	"(億ドル)	1685.4	1747.2	2198.1	2316.4	1844.3	2229.7
	<対名目GDP比、%>	<+3.8>	<+4.0>	<+5.0>	<+5.1>	<+4.2>	<+5.0>

(注)ことわりがない限り、前年度比%。

(出所)野村證券金融経済研究所

経済見通し前提表

	2006年度	2007年度	2008年度
ドル円相場(年度平均)	117.1	120.0	120.0
無担保コール翌日物レート(期末値、%)	0.25	0.75	1.50
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0	5.0
原油入着価格(年度平均、ドル/バレル)	63.5	56.5	56.5
米国の実質GDP成長率(前年比%)	3.4	2.8	3.4

(注)米国の実質GDP成長率は暦年の値。

(出所)野村證券金融経済研究所

四半期実質国内総支出・鉱工業生産・物価予測表

(単位:2000年連鎖価格10億円)

	06年		07年			08年				
	4-6	7-9	10-12	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)
民間最終消費支出	305,687.5	302,409.8	305,693.1	306,228.6	307,601.8	309,093.7	310,731.7	312,576.3	314,442.2	316,438.9
(前期比)	0.6	-1.1	1.1	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
(前年同期比)	1.5	-0.3	0.6	0.7	0.6	2.2	1.6	2.1	2.2	2.4
民間住宅投資	18,377.0	18,364.3	18,730.3	18,859.4	18,953.7	19,067.4	19,220.0	19,450.6	19,684.0	19,959.6
(前期比)	-2.1	-0.1	2.0	0.7	0.5	0.6	0.8	1.2	1.2	1.4
(前年同期比)	1.2	-0.1	0.7	0.5	3.1	3.8	2.6	3.1	3.9	4.7
民間企業設備投資	87,000.1	87,733.0	89,688.2	90,329.5	91,512.8	92,828.3	94,202.1	95,591.6	97,646.8	99,697.4
(前期比)	3.3	0.8	2.2	0.7	1.3	1.4	1.5	1.5	2.2	2.1
(前年同期比)	7.2	6.9	9.8	7.2	5.2	5.8	5.0	5.8	6.7	7.4
民間在庫投資	741.1	1,845.5	1,155.5	1,300.0	1,000.0	1,500.0	1,300.0	1,000.0	800.0	600.0
(前期比寄与度)	(-0.2)	(0.2)	(-0.1)	(0.0)	(-0.1)	(0.1)	(-0.0)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.0)
政府最終消費支出	95,125.2	95,747.3	95,765.1	95,860.9	95,995.1	96,148.7	96,341.0	96,572.2	96,707.4	96,862.1
(前期比)	0.7	0.7	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
(前年同期比)	0.6	0.3	1.1	1.5	0.9	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
公的固定資本投資	22,307.0	21,238.7	21,812.6	22,923.6	21,892.0	21,125.8	20,386.4	19,978.7	19,728.9	19,521.8
(前期比)	-6.3	-4.8	2.7	5.1	-4.5	-3.5	-3.5	-2.0	-1.3	-1.1
(前年同期比)	-6.5	-14.8	-9.8	-3.7	-1.9	-0.5	-6.5	-12.8	-9.9	-7.6
公的在庫投資	239.8	260.9	280.1	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0	250.0
(前期比寄与度)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(-0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
純輸出	18,756.8	20,954.1	21,837.4	21,142.2	21,900.7	22,814.3	23,866.9	24,402.0	24,830.9	24,807.6
(前期比寄与度)	(-0.1)	(0.4)	(0.2)	(-0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(-0.0)
(前期比)	-1.5	11.7	4.2	-3.2	3.6	4.2	4.6	2.2	1.8	-0.1
(前年同期比)	22.6	35.2	19.5	11.2	16.9	8.8	9.2	15.7	13.4	8.7
輸出	79,659.9	81,582.5	82,445.7	82,610.6	83,849.8	85,526.7	87,237.3	88,894.8	90,672.7	92,304.8
(前期比)	0.7	2.4	1.1	0.2	1.5	2.0	2.0	1.9	2.0	1.8
(前年同期比)	10.0	9.4	6.8	4.4	5.3	4.8	5.8	7.6	8.1	7.9
輸入	60,903.1	60,628.3	60,608.3	61,468.4	61,949.1	62,712.4	63,370.3	64,492.8	65,841.8	67,497.2
(前期比)	1.4	-0.5	0.0	1.4	0.8	1.2	1.0	1.8	2.1	2.5
(前年同期比)	6.7	2.5	2.7	2.3	1.7	3.4	4.6	4.9	6.3	7.6
国内総生産	547,467.6	547,823.1	554,338.7	556,291.4	558,527.2	562,289.4	565,796.8	569,358.1	573,673.1	577,763.9
(前期比)	0.3	0.1	1.2	0.4	0.4	0.7	0.6	0.6	0.8	0.7
(前期比年率)	1.4	0.3	4.8	1.4	1.6	2.7	2.5	2.5	3.1	2.9
(前年同期比)	2.1	1.5	2.1	2.0	2.0	2.6	2.1	2.3	2.7	2.8
鉱工業生産(2000年=100)	104.9	105.9	108.7	108.2	108.7	109.5	110.8	112.1	113.6	115.0
(前期比)	0.9	1.0	2.6	-0.4	0.4	0.7	1.2	1.2	1.3	1.2
(前年同期比)	3.8	5.3	5.1	4.1	3.6	3.4	1.9	3.6	4.5	5.0
国内企業物価(2000年=100)	100.4	101.6	101.4	101.3	101.9	101.8	102.1	102.4	102.4	102.5
(前期比)	1.1	1.2	-0.2	-0.1	0.6	-0.1	0.3	0.3	0.0	0.0
(前年同期比)	3.1	3.5	2.6	2.0	1.4	0.2	0.7	1.1	0.6	0.7
消費者物価指数(総合)(2005年=100)	100.2	100.5	100.2	100.2	100.2	100.2	100.2	100.5	100.6	100.7
(前期比)	0.1	0.3	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1	0.1
(前年同期比)	0.2	0.6	0.3	0.0	0.0	-0.3	0.1	0.3	0.4	0.5
消費者物価指数(除く生鮮食品)(2005年=100)	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.1	100.4	100.5	100.5
(前期比)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.0
(前年同期比)	0.0	0.3	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.4	0.4
失業率	4.1	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.7	3.6	3.5	3.4

(注)1.ことわりがない時は、10億円単位。比率は%。

2.2006年10-12月期までは実績、それ以降は野村證券金融経済研究所予測。

3.四半期の額、指数、失業率は季節調整値(国内企業物価指数は除く)。

(出所) 内閣府、経済産業省、総務省、野村證券金融経済研究所

踊り場脱却に近づく日本経済

経済見通し要約表

		2005年度	2006年度 (予)	2007年度 (予)	2008年度 (予)
国内総生産	実質国内総支出	+2.4	+2.0	+2.2	+2.8
	<内需寄与度>	<+1.9>	<+1.3>	<+1.8>	<+2.6>
	<民間内需>	<+1.8>	<+1.6>	<+1.9>	<+2.7>
	<公的内需>	<+0.1>	<-0.2>	<-0.1>	<-0.1>
	<外需寄与度>	<+0.5>	<+0.7>	<+0.5>	<+0.2>
	民間最終消費支出	+1.9	+0.6	+1.6	+2.6
	民間住宅投資	-1.0	+0.6	+3.2	+5.1
	民間企業設備投資	+5.7	+7.7	+5.5	+7.4
	民間在庫品増減<寄与度>	<-0.1>	<+0.0>	<-0.0>	<-0.1>
	政府消費	+0.9	+0.9	+0.7	+0.8
	公的固定資本形成	-1.4	-8.6	-6.2	-6.2
	財貨・サービス輸出	+9.0	+7.6	+5.9	+7.7
	財貨・サービス輸入	+6.0	+3.5	+3.7	+8.3
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.3>	<+1.3>	<+2.0>	<+2.1>
	名目国内総支出	+1.0	+1.3	+2.5	+3.3
生産・物価	鉱工業生産	+1.6	+4.7	+3.1	+4.9
	国内企業物価	+2.1	+2.8	+0.9	+0.4
	消費者物価	-0.3	+0.3	+0.0	+0.5
	除く(生鮮食品)	-0.1	+0.1	+0.1	+0.5
対外収支	完全失業率(%)	4.4	4.1	3.8	3.3
	通関出超額(兆円)	7.9	8.8	13.7	14.3
	貿易収支(兆円)	9.6	10.5	15.2	16.0
	貿易・サービス収支(兆円)	7.4	7.6	11.4	11.9
	経常収支(兆円)	19.1	20.5	26.4	27.8
	"(億ドル)	1685.4	1747.2	2198.1	2316.4
	<対名目GDP比、%>	<+3.8>	<+4.0>	<+5.0>	<+5.1>

(注) ことわりがない限り、前年度比%。

(出所) 野村證券金融経済研究所

1. 2006年10-12月期の実質GDP1次速報は、前期比年率+4.8%と高い成長率を記録した。この数字は、日本が景気拡大の戦後最長記録をなお更新し続けていることを裏付けている。しかし、日本経済が昨年来の軽い踊り場を脱したと判断するのは早計であろう。

2. 日本経済が軽い踊り場を脱するには、輸出環境の改善が必要条件となろう。それが満たされる時期は、2007年7-9月期頃と見込んでおきたい。2008年にかけての日本経済は、個人が景気を支える新たな局面、「景気回復の後半戦」に本格的に移行すると期待される。

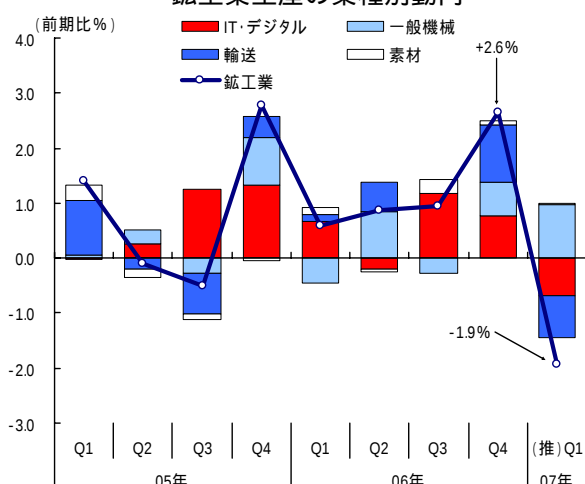
3. 原油価格下落と景気踊り場入りの影響から、消費者物価(生鮮食品を除く、以下同様)上昇率は足下で低下基調にある。今年夏場には、上昇率が一時的にマイナスに転じることが見込まれる。国内景気が踊り場を脱した後も物価の踊り場はなお続くため、本年中の金融引き締め策は慎重な姿勢が維持されよう。

4. 資源価格の動きが、今後の国内景気に大きな影響を与えよう。今次景気回復期間に交易条件の悪化を通じて海外に流出した所得は13兆円、年率換算で2.9兆円(名目GDP比0.6%)に及ぶ。一方、同じ期間に労働分配率の低下を通じて個人から企業に移転した所得は年率2.8兆円である。即ち、交易条件の悪化を通じて国内企業部門から海外に流出した所得とほぼ同額が、国内での個人から企業への所得移転によって賄われ、これが個人所得を抑制した。交易条件悪化に歯止めが掛かれれば、個人消費持ち直しの契機ともなろう。

5. 賃金上昇率は依然低迷が続いているが、労働需給が逼迫している非正規雇用者、新卒雇用者の賃金は顕著に上昇している。輸出主導で今後景気が増勢を強めれば、それは労働需給逼迫を通じて賃金上昇率を着実に高めよう。2006年度に社会保障制度改革、税制改革を通じた個人負担増は3.0兆円程度に及んだが、2007年度は1.8兆円程度、2008年度は5,000億円程度と小幅にとどまろう。この面からも、今後、個人消費活動が強くなる条件が次第に整うと考えられる。

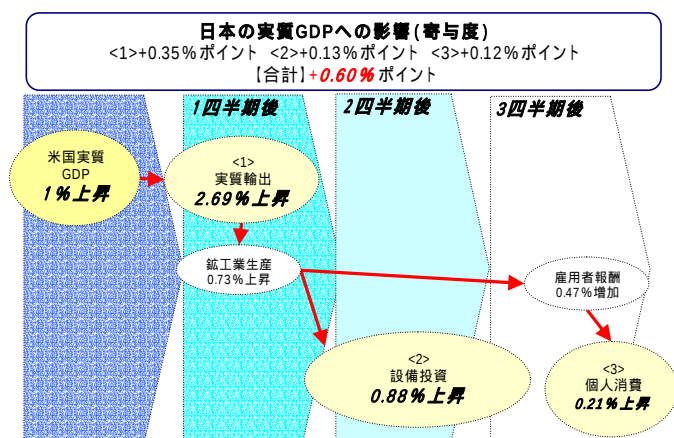
6. 実質GDP成長率は2007年度+2.2%、2008年度+2.8%と予想した。少なくとも2008年度中は、景気回復は継続すると見込まれる。景気下振れのリスクとして注意しておきたいのは、原油価格急騰と市場との対話を欠いた日銀の金融引き締め策実施の2点である。

鉱工業生産の業種別動向



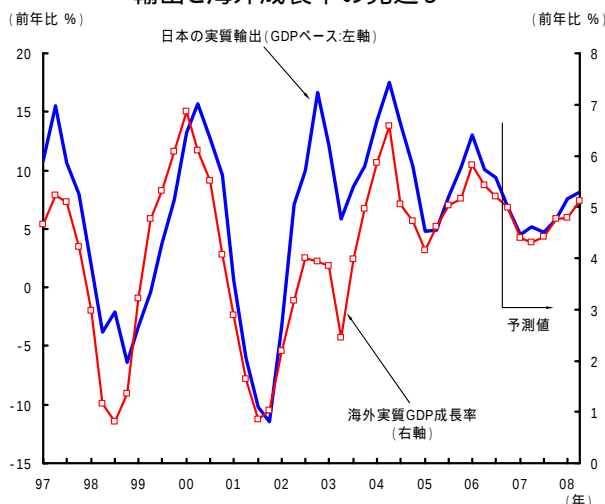
(注) 1.「IT・デジタル」= 電気機械 + 情報通信機械 + 電子部品・デバイス
 2.素材 = 鉄鋼 + 非鉄金属 + 化学
 3.2007年1-3月期は1・2月の生産予測に基づく試算値。過去の実現率、修正率を考慮している。
 4.内訳は主要な業種(鉱工業生産の62%)の寄与度のみを示しており、その合計と鉱工業生産全体の伸び率とは一致しない。
 (出所) 経済産業省、野村證券金融経済研究所

米国実質 GDP1%上昇の日本の実質 GDP への影響



(出所) 野村證券金融経済研究所作成

輸出と海外成長率の見通し



(注) 1.海外実質GDPは、米・EU・韓国・台湾・香港・シンガポール・マレーシア・インドネシア・タイ・フィリピン・中国の実質GDP前年比増加率を日本からの輸出比率に基づいて加重平均して作成。ただし、08年1-3月期以降はEUを含まずに計算している。
 2.海外実質GDPは2006年10-12月期以降野村證券金融経済研究所による予測値。
 (出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

依然軽い踊り場局面に

2006 年 10-12 月期の実質 GDP 1 次速報は前期比年率 +4.8%と、ほぼ 3 年ぶりの高い成長率を記録した。この数字は、日本が景気拡大の戦後最長記録を更新し続けていることを裏付けている。しかし、日本経済が昨年来の軽い踊り場を脱したと判断するのは早計だろう。同期の高い成長率は、7-9 月期の前期比年率 +0.3% という極めて低い成長率の反動という側面が強く、また 2007 年 1-3 月期の成長率は、個人消費と輸出が大幅に減速することで再び低成長に転じる可能性が高いと見込まれるためである。1-3 月期の鉱工業生産も、IT・デジタル分野での在庫調整などを反映して前期比で下落に転じる可能性が高い。

個人消費も低調持続

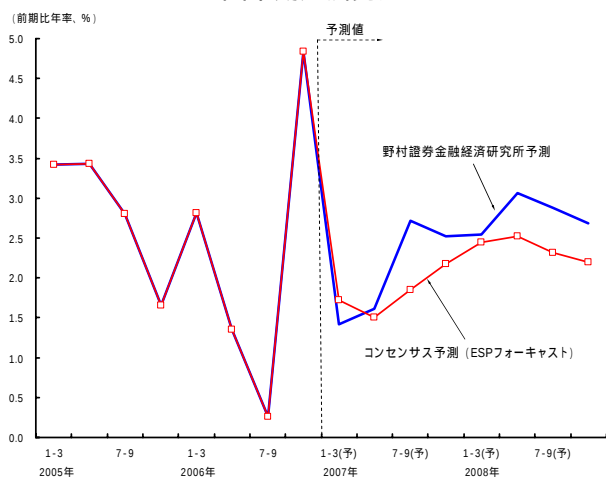
10-12 月期 GDP で特に注目を集めた実質個人消費は、前期比 +1.1% と高成長を記録したが、それでも前期の同 -1.1% という大幅落ち込みをようやく取り戻したに過ぎず、均せばほぼ横ばいの低迷した状態にある。四半期 GDP 統計に近い手法で推計された内閣府の消費総合指数によれば、2006 年 10 月の実質個人消費は前月比 +0.7%、11 月は同 +0.4%、12 月は同 -1.0% である。月次で見た個人消費は、昨年末にかけて減速傾向を強めたことが確認できる。さらに『景気ウォッチャー調査』に示される 2007 年 1 月の個人消費活動も低調が続いており、消費持ち直しの明確な兆候は未だ見られない。

輸出主導で軽い踊り場克服へ

この先、日本経済が軽い踊り場を脱して再び増勢を取り戻すためには、内需の自律性に期待するのは難しく、輸出環境の改善がその必要条件となろう。ただし、輸出環境が早晩好転し、それが日本経済の軽い踊り場脱却を助ける可能性は着実に高まっていると考えられる。その時期は、2007 年 7-9 月期頃と見込んでおきたい。

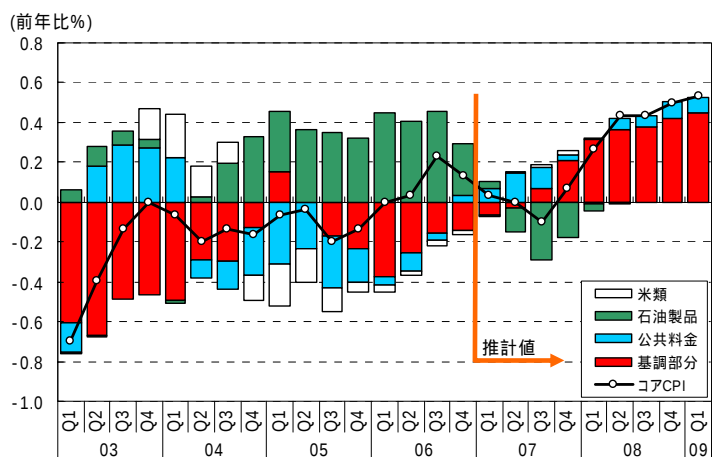
輸出環境の鍵を握るのは米国経済の動向である。日本経済は輸出を通じて米国経済に強く依存しており、米国の実質 GDP が 1% 上昇すると、日本の実質 GDP は 1 年間で約 0.6% 上昇する計算となる。米国では、昨年大幅に調整した住宅投資に、安定化の兆しが見られ始めている。なおしばらくは製造業の在庫調整圧力が残ろうが、成長率は 2007 年前半に底を打ち、年後半には個人消費に強く牽引されて米国経済は再度増勢を強めよう。

四半期経済見通し



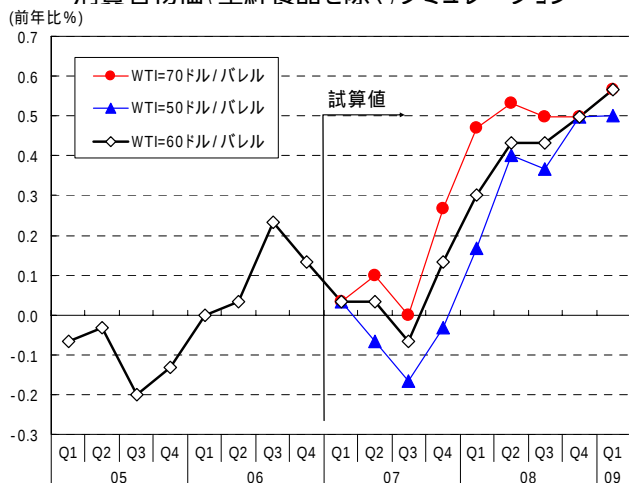
(注) ESPフォーキャストは2007年2月調査。
(出所) 内閣府、野村証券金融経済研究所

消費者物価(生鮮食品を除く)見通し



(注) 1. コアCPIは、生鮮食品を除く消費者物価指数総合。公共料金には移動電話通信料を含む。
基調部分は、コアCPIから公共料金、石油製品、米類を除いたもの。
2. 2006年10-12月期までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、原油入着価格は56.5ドル/バレル、円ドルレートは120.0円/ドルで先行き一定を仮定。
3. 小数点第2位を四捨五入しているため、寄与度合計と全体が一致しないことがある。
水準より算出しているため、総務省公表の伸び率とは異なる場合がある。
(出所) 各種統計より野村証券金融経済研究所作成

消費者物価(生鮮食品を除く)シミュレーション



(注) 生鮮食品を除く消費者物価指数について、前提とするWTI(米国軽質原油)を変更した場合の前年比変化率を表示している。前提は2007年2月以降一定とした。
(出所) 総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

米国、EU(欧州連合)、アジア主要国を日本の輸出構成で加重平均して算出した、日本の主要貿易相手国の実質GDP成長率は、2006年1-3月期に前年同期比+5.8%でピークをつけた後に低下基調を続けているが、2007年4-6月期の同+3.4%(野村証券金融経済研究所見通し)を底に再び上昇に転じる見通しである。

軽い踊り場克服後は景気回復の後半戦へ

日本経済は輸出主導で軽い踊り場を乗り越え、2007年7-9月期から再び増勢を強める局面に入ると見込まれる。コンセンサスと比べて、野村証券金融経済研究所の2007年下期の成長率は高めの予想となっているが、これは米国を中心とした海外景気と国内の個人消費に関して、より強気であるためであろう。ちなみに2007年の米国実質GDP成長率の見通しは、ESPフォーキャスト(2007年2月調査)で+2.6%、2008年が+3.0%であるのに対して、米国野村証券の見通しは、それぞれ+2.8%、+3.4%である。

輸出主導で軽い踊り場が克服された後は、過去1年間ほぼ横ばいで推移している失業率が再び低下基調に復するとともに、労働需給逼迫から賃金上昇率が高まることで、個人消費が安定的に日本経済を支える新たな景気回復局面に至ると見込まれる。これを「景気回復の後半戦」と呼びたい。

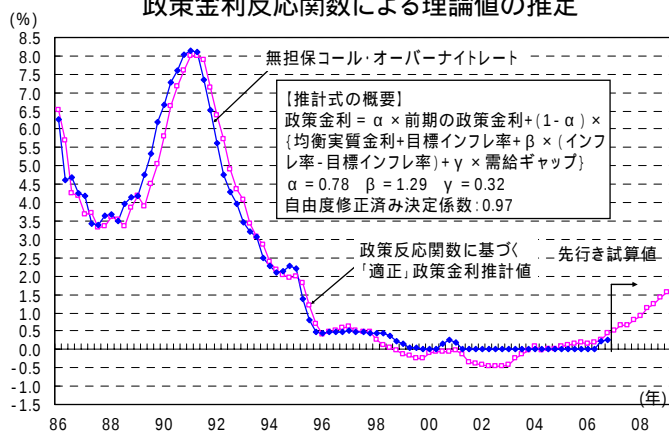
こうした新たな環境は、基本的には2008年に現出すると予想するが、輸出主導で成長率が高まれば企業の雇用意欲が強まるため、個人消費の持ち直し傾向は2007年下期から観測され始めるだろう。

物価情勢の踊り場脱却は遅れる

日本銀行は昨年10月の『展望レポート』で、2006年度の消費者物価(生鮮食品を除く、以下同様)上昇率を+0.3%(政策委員予測の中央値)、2007年度を+0.5%(同)とし、先行き上昇率が高まっていくと予想した。しかし、実際の消費者物価上昇率は、2006年7-9月期をピークに前年比で低下傾向を辿っている。原油価格下落の影響に加えて、景気が軽い踊り場局面に陥った影響が大きいと考えられる。

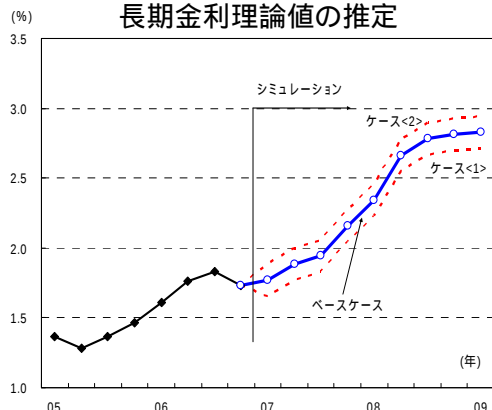
消費者物価の前年同月比上昇率は、今後しばらくはゼロ近辺で推移した後、昨年夏場の原油価格上昇の反動が顕著に表れる2007年7-9月期には前年同期比-0.1%と、マイナスに転じる見通しである。これは原油価格(WTI)が今後約60ドル/バレルで推移することが前提であるが、仮に50ドル/バレルの場合には、同期の消費者物価は前年同期比-0.2%程度にまで下落する計算である。また下落を回避するためには、原油価格は今後70ドル

政策金利反応関数による理論値の推定



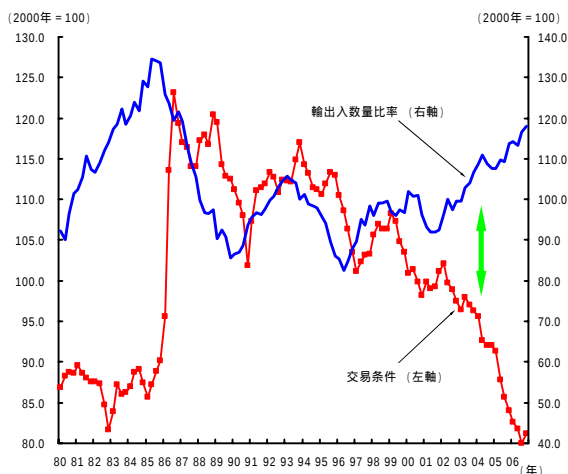
(注)1.政策反応関数の推計期間は1986年～1998年。
 2.均衡実質金利は潜在成長率に等しいと仮定。
 3.推計期間中の目標インフレ率は+2%、それ以降は+1%と仮定。
 4.2007年1-3月期以降の政策金利推定値は、実質GDP、消費者物価指数の野村証券金融経済研究所の予測値、一期前の政策金利推定値を用いて求めた。
 (出所)内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

長期金利理論値の推定



(注)1.日本の10年債利回り = $-0.27 + 0.41 \times \text{無担保コールレート翌日物} + 0.03 \times \text{実質GDP前年比}(-1) + 0.28 \times \text{コアCPI前年比}(-1) + 0.38 \times \text{米国の10年債利回り} - 0.92 \times \text{金融危機ダミー} + 0.53 \times \text{AR}(1)$ 、金融危機ダミーは1997年10-12月期から1998年10-12月期が1、他は0とした。
 2.無担保コールレート翌日物は、2007年4-6月期、2007年10-12月期に0.25%ポイントずつ引き上げられるとした。
 3.米国の10年債利回りは、ケース<1>では、2007年1-3月期4.50%、2007年4-6月期4.60%、7-9月期4.80%、10-12月期5.10%、2008年1-3月期5.50%、4-6月期5.90%、7-9月期6.00%、10-12月期以降6.00%、ケース<2>では、2007年1-3月期5.10%、4-6月期5.20%、7-9月期5.40%、10-12月期以降5.70%、2008年1-3月期6.10%、4-6月期6.50%、7-9月期6.40%、10-12月期以降6.20%、ベースケースではケース<1>・<2>の平均値とした。
 (出所)各種統計より野村証券金融経済研究所作成

交易条件と輸出入数量比率



(注)交易条件 = 輸出デフレーター / 輸入デフレーター、輸出入数量比率 = 実質輸出 / 実質輸入（2000年平均を100とする指数）。1993年以前は旧系列。
 (出所)内閣府の統計より野村証券金融経済研究所作成

ノバレルを上回る水準で推移することが必要となる計算だ。

物価上昇率が昨年10月時点で見込んでいた方向とは逆に低下傾向を辿っていること、一時的にせよ前年比で下落に転じる可能性が高まっていることは、日銀の追加金融引き締め策実施の障害になっていよう。

国内景気は2007年7-9月期に軽い踊り場を脱すると見込むが、物価情勢は景気情勢に遅れることから、物価の踊り場はその後もしばらく続くと見られる。少なくとも年内は、物価情勢が顕著に好転することは期待し難いだろう。野村証券金融経済研究所は2006年度の消費者物価（生鮮食品を除く）を前年度比+0.1%、2007年度も同+0.1%と見込む。

2007年度にかけて金融引き締めは小幅に

物価情勢の踊り場脱却が遅れる中、2007年度にかけて金融引き締めは小幅にとどまると予想される。無担保コールレート（翌日物）の誘導目標は2007年4-6月期に0.50%へ、10-12月期に0.75%へとそれぞれ引き上げられることを想定した。その結果、2006年度末の水準は0.25%、2007年度末は0.75%の見通しである。

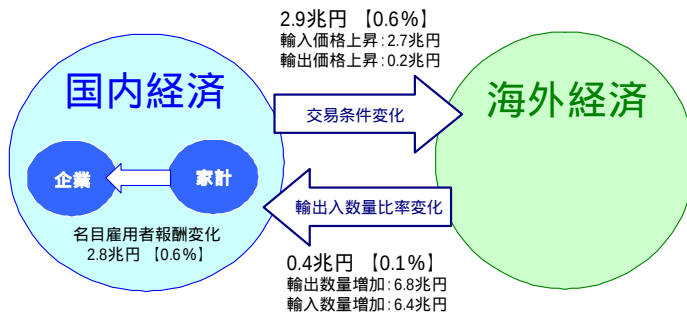
物価の踊り場継続と慎重な金融引き締め姿勢を受けて、10年国債利回りも2007年度末で2%強の水準と緩やかな上昇にとどまると予想する。2007年度は概ね安定した金融情勢が展望できよう。

他方、景気・物価情勢の好転を受けて、2008年度には物価上昇率、金利水準共に比較的顕著な上昇を示すと見込む。2008年度の消費者物価は前年度比+0.5%の予想である。景気・物価情勢から算出した2008年度末時点での無担保コールレート（翌日物）の理論値は1.50%程度であり、野村証券金融経済研究所の想定も同水準である。

資源価格の動きに注目

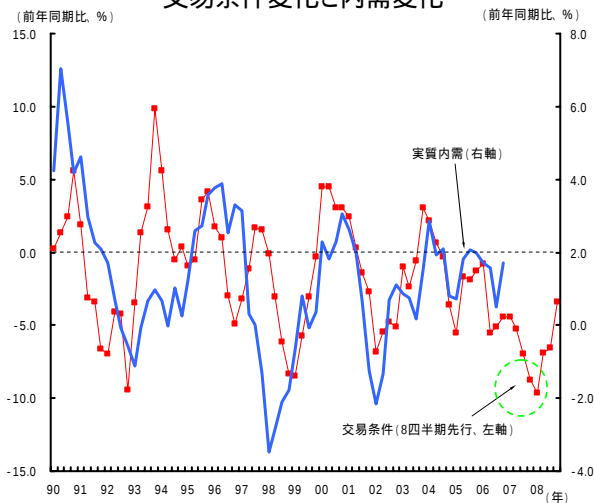
国内景気の先行きの軌道を決める重要な外部要因として、既に指摘した輸出環境に加えて、資源価格の動きを見逃すことはできない。日本は戦後最長の景気拡大を謳歌しているが、これは原油を中心とする資源価格が急騰を続け、交易条件（輸出価格 / 輸入価格）が大幅に悪化するという強い逆風の中で続いてきた点に大きな特徴がある。資源輸入国の日本にとって、資源価格の上昇は海外への所得流出（移転）をもたらし、景気に直接的にマイナスの影響を与える。実際、原油価格が大幅に上昇した1970年代の第1次、第2次石油危機では、日本経済は深刻な景気後退に見舞われた。

交易条件悪化による海外への所得流出



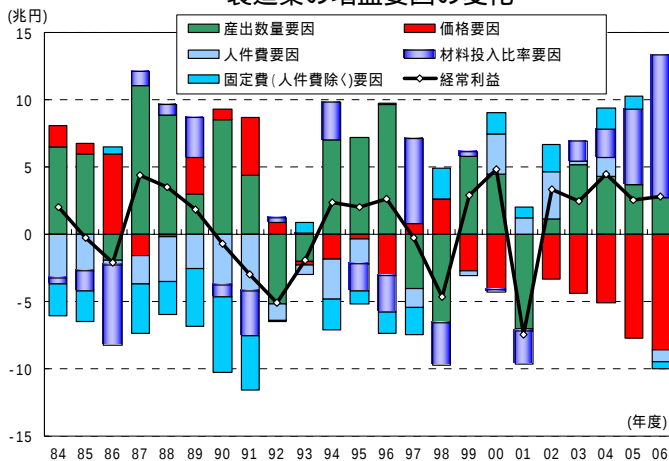
(注) 1. 数値は2002年1-3月期から2006年7-9月期までの計数を年率換算したものである。
 2. []内の数値は2002年1-3月期GDPに対する比率。
 3. 名目雇用者報酬変化は、2006年7-9月期の名目雇用者報酬 / 名目GDP比率が2002年1-3月期と同水準であったと仮定した場合の名目雇用者報酬額と実績値との乖離。
 (出所) 内閣府の統計より野村證券金融経済研究所作成

取引条件変化と内需変化



(注) 取引条件 = 輸出デフレーター / 輸入デフレーター
 1993年以前は旧系列。
 (出所) 内閣府の統計より野村證券金融経済研究所作成

製造業の増益要因の変化



< 上記要因分解の手法の概説 >

1. 経常利益は、以下の式で表すことができる。 $\pi = PO \cdot QO - PI \cdot QO \cdot R - FC - LC$ (π : 経常利益、 PO : 産出価格、 QO : 売上数量、 PI : 投入価格、 QI : 投入量、 R : 材料投入比率 (QI/QO)、 FC : 人件費以外の固定費、 LC : 人件費、したがって $PO \cdot QO$: 売上高、 $PI \cdot QO \cdot R$: 変動費)
2. 上式を全微分することによって、経常利益前年差を各変数の前年差の寄与に分解する。
3. 上式各項の計数は法人企業統計から算出した。 π : 経常利益、 $PO \cdot QO$: 売上高、 LC : 人件費、 FC : 減価償却費 + 純営業外費用 + 販管費 $\times 0.7$ 、 $PI \cdot QO \cdot R$: 残差。
4. 「価格要因」は、上記 PO 、 PI の変動による寄与に該当。それぞれ、投入産出価格指数の対応する物価指数を用いた。
5. 「産出数量要因」は、上記 QO の変動による寄与に該当。
6. 「材料投入比率要因」は、上記 R の変動による寄与に該当。

(注) 2006年度の計数は2005年10-12月期から2006年7-9月期までの合計値。

(出所) 日本銀行レポートを参考に、基礎統計は財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」より野村證券金融経済研究所作成

ところが今回は、資源価格急騰の背景に世界経済の拡大があったため、取引条件悪化による景気抑制効果が、輸出拡大による国内景気刺激効果によって相殺された面がある。取引条件(輸出価格 / 輸入価格)と対になる、輸出入数量比率(実質輸出 / 実質輸入)と取引条件の歴史的推移を見た場合、両者の大幅乖離に現景気回復局面の特殊性が浮き彫りにされよう。

取引条件悪化で13兆円の所得が海外へ流出

2002年初めの景気回復時から現在までに、取引条件の悪化を通じて海外に流出した所得は13兆円、年率換算で2.9兆円(名目GDP比0.6%)にも及ぶ。一方、同じ期間に労働分配率の低下を通じて個人から企業に移転した所得は年率2.8兆円となる計算である。即ち、取引条件の悪化を通じて国内企業部門から海外に流出した所得とほぼ同額が、国内での個人から企業への所得移転によってちょうど賄われた計算となる。

資源インフレと賃金デフレ

このように、内外の所得分配変化と国内の所得分配変化は強く連動しており、これが「資源インフレと賃金デフレ」とも表現されるような状況を生んできた。戦後最長の景気拡大は、このように特殊な環境の下で実現されてきたのである。そして企業優位・個人劣位、大企業優位・中小企業劣位、製造業優位・非製造業劣位、輸出関連企業優位・内需関連企業劣位など、今の景気拡大局面で指摘されてきた様々な格差は、景気拡大の特殊性と深くかかわっているのである。

取引条件悪化に歯止めが収益拡大

2006年10-12月期の取引条件(輸出デフレーター / 輸入デフレーター)は、2002年1-3月期即ち景気回復開始時以来、初めて前期比で上昇に転じた。取引条件の悪化に歯止めが掛かったのだとすれば、その恩恵はまず企業収益に及ぶことになる。資源価格上昇、取引条件悪化によって収益を大きく圧迫されてきた企業、その対応策として人件費抑制、生産性向上努力を進めてきた企業ほど、収益環境は一時的に大きく好転しやすい。

企業が生産性向上、人件費抑制努力を継続する中で取引条件悪化に歯止めが掛かる場合には、その悪化が従来通りのペースで続く場合と比較して、2002年度売上高を基準とした製造業の経常利益率は1年間で+1.9%ポイント押し上げられる計算である。その効果は素材業種で同+0.8%ポイントであるのに対して、価格転嫁を通じた収益確保が相対的に難しい加工業種では同+2.6%ポイントとより大きい。業種別に見れば、収益拡大効果が

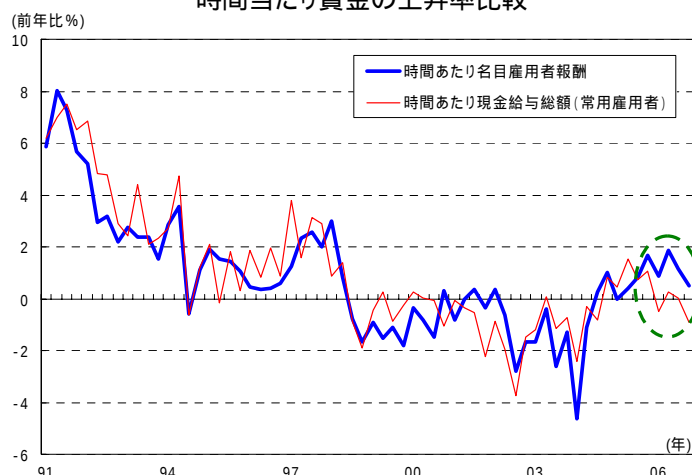
交易条件の変化と企業収益

	(2002年度売上高比率、%)			利益率押し上げ効果(<2>+<3>)	交易条件要因を除去した利益率押し上げ効果(<2>+<3>-<1>)
	2006年度と2002年度の経常利益差の要因	<1>交易条件要因	<2>生産性向上要因	<3>人件費抑制要因	
製造業	-0.7	0.6	0.6	1.2	1.9
繊維	-0.3	0.9	0.5	1.3	1.6
木材・木製品・紙・パルプ	-0.5	0.4	0.5	0.8	1.4
化学	1.2	0.7	0.9	1.6	0.4
石炭・石油製品	-0.6	3.7	0.2	3.9	4.4
窯業・土石	-0.3	0.6	0.5	1.1	1.3
鉄鋼	2.7	0.7	1.0	1.7	-1.0
非鉄金属	1.3	4.0	2.0	6.0	4.7
食料	-0.2	-0.1	0.2	0.1	0.3
金属	-4.8	4.0	0.5	4.5	9.3
一般機械	-1.3	0.6	1.3	1.9	3.2
電気機械	-4.6	1.6	0.4	2.0	6.6
輸送用機械	-0.8	-0.3	0.5	0.1	0.9
精密機械	-1.4	0.1	1.4	1.5	2.9
その他製造業	-0.7	1.0	0.7	1.7	2.4
素材業種	1.2	1.2	0.9	2.1	0.8
加工業種	-1.7	0.4	0.5	0.9	2.6

(注) 1.<1>と<2>は以下の式を全微分して要因分解をおこない2006年度と2002年度を比較している。
 $\pi = P0Q0 - P1Q1 - C$
 $\pi = P0Q0 - P1Q0V - C$
 π : 経常利益、P0: 産出価格、Q0: 産出数量=売上高÷産出価格、P1: 投入価格
 Q1: 材料費、V: 変動費=材料費/産出数量、C: その他費用
 交易条件要因はP0、P1の変動による影響を合計したもの。
 生産性要因は材料投入比率Vによる影響。
 2.<3>は2002年度の人件費を2006年度の売上高で調整し、2006年度の人件費と比較したもの。
 3.産出価格、投入価格は「製造業部門別投入・産出物価指数」、その他は「日銀短観」を用いている(06年度は06年12月調査に基づく数値)。
 4.数値は年率換算値。

(出所) 日本銀行資料より野村證券金融経済研究所作成

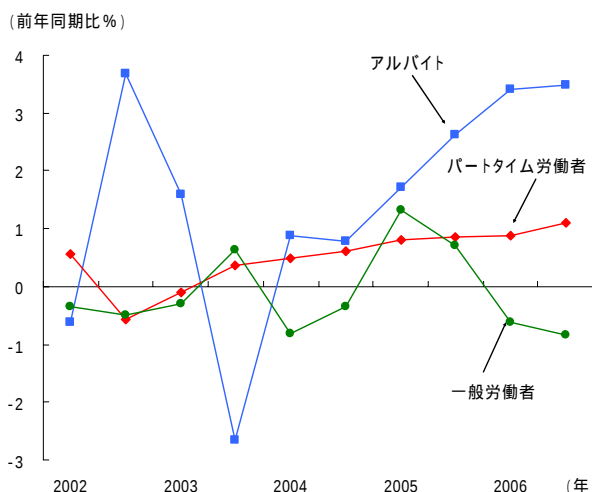
時間当たり賃金の上昇率比較



(注) 「正規雇用者」は毎月勤労統計の「常用雇用者」を指す。

(出所) 内閣府、総務省、厚生労働省資料より野村證券金融経済研究所作成

賃金上昇率比較



(注) 1.パートタイム労働者は、5人以上の事務所における所定内労働時間当たり給与。

2.アルバイトは関東地域の98職種の平均賃金。

(出所) 厚生労働省、インテリジェンス資料より野村證券金融経済研究所作成

大きい順に、金属工業の同+9.3%ポイント、電機機械の同+6.6%ポイント、非鉄金属工業の同+4.7%ポイントとなる計算だ。

交易条件安定化が内需主導型経済への転換を後押し

さらに時間が経過すれば、人件費抑制や消費財への価格転嫁の流れが沈静化するため、個人の経済活動への足枷が弱まってくる効果が期待される。交易条件の前年同期比の動きに注目すれば、既に2006年1-3月期に底を打ちその後は改善傾向を辿っている。内需は交易条件の変化に8四半期程度の遅れで連動する傾向が強いという経験則を踏まえれば、内需は当面は低調に推移した後、2007年後半から2008年にかけて交易条件悪化の効果が弱まることで、再び増勢を強める可能性が想定できる。

輸出主導で07年半ばに軽い踊り場を脱却した後の国内景気は、交易条件の安定にも助けられて08年にかけて内需主導型へと次第に転換しつつ、さらに拡大軌道を辿る蓋然性が強まっていると言えよう。

賃金の改善傾向は持続

2006年10-12月期の現金給与総額(毎月勤労統計)は、前年同期比-0.3%(2006年7-9月期は同+0.1%)とマイナスに陥った。このように足下の賃金動向は冴えない動きを続けているが、先行きについて過度に悲観的になることは避けるべきであろう。

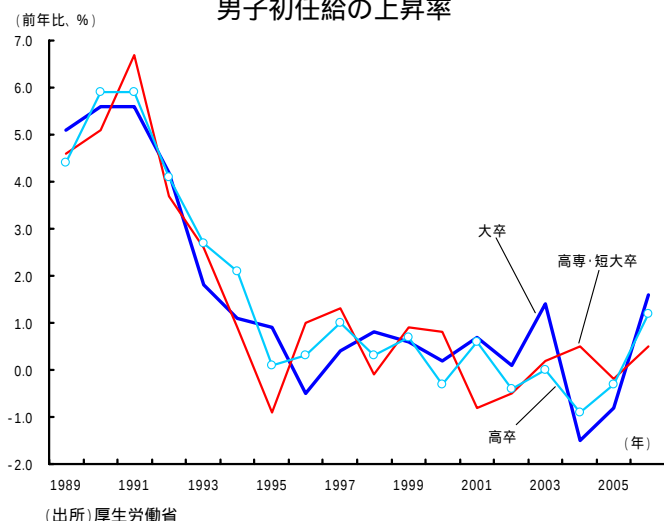
上記の賃金統計には、全体の8割程度を占める従業員数5人以上の事業所の正規雇用者(正式には常用労働者)の賃金のみが計上されている。他方、アルバイト・日雇などの非正規雇用者も含む全ての雇用者の賃金を推計(野村證券金融経済研究所による)すると、時間当たり賃金は足下で1%ポイント以上高くなる。推計誤差が小さくない点には留意が必要だが、雇用者全体の賃金動向は、最も一般的な賃金統計である毎月勤労統計の現金給与総額が示すよりも良好と考えられる。

非正規雇用の賃金及び初任給は高めの上昇率

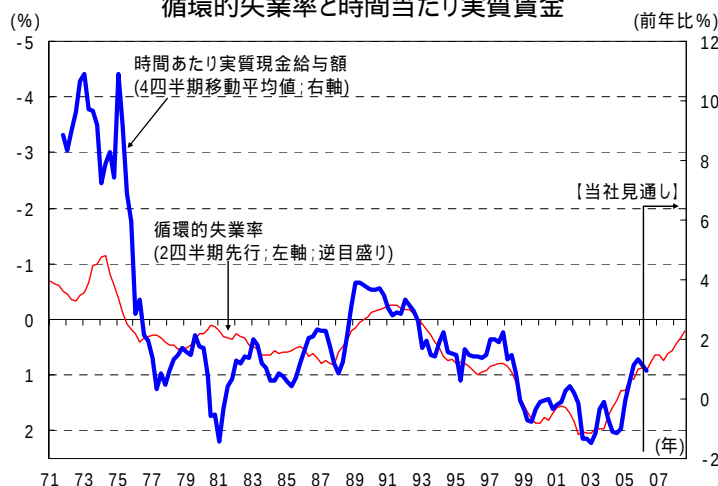
正規雇用者に比べて非正規雇用者の賃金上昇率が高めに振れているのは、非正規雇用の需給関係が相対的に逼迫していることを反映しているためと考えられる。2005年から2006年初めにかけて成長率が上振れる局面で、企業はアルバイト・日雇などの非正規雇用者の雇用を大幅に増加させた。これが非正規雇用の需給逼迫を通じて賃金上昇率の上振れに繋がっている。

労働市場の中で需給逼迫傾向が顕著である分野は、非正規雇用に止まらず、新卒者も同様であろう。さらに新卒者市場でも、需給逼迫を反映して初任給の上昇傾向が

男子初任給の上昇率



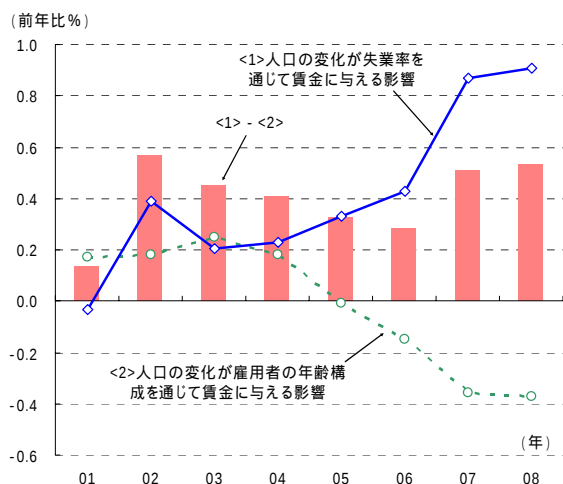
循環的失業率と時間当たり実質賃金



- (注) 1. 時間あたり実質現金給与と額は、規模30人以上事業所における常用雇用者一人あたりの現金給与総額を総実労働時間で除したものを、生鮮食品を除く消費者物価指数で実質化したもの。
2. 循環的失業率=完全失業率-構造的失業率。構造的失業率はUV曲線(雇用失業率と欠員率からなる曲線であり、雇用失業率=欠員率となる点が構造的雇用失業率)より推定。構造的雇用失業率は労働市場における需給のミスマッチに対応、循環的失業率は労働市場の需給を反映するとされる。

(出所) 厚生労働省、総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

年齢構成変化の賃金に与える影響



(出所) 野村證券金融経済研究所作成

顕著になっているのである。日銀の調査によれば、2006年度の新卒者採用は前年比で+10%程度、2007年度も同程度と予想される。他方、初任給の上昇率を見ると、2006年の男子大卒の初任給は+1.6%と2005年の-0.8%から大きく上昇に転じ、13年ぶりの高水準に達した。2007年については、上昇率はさらに高まるだろう。非正規雇用、新卒者ともに、労働需給が逼迫している分野では、既に賃金上昇率は顕著に高まっているのである。

賃金は市場が決める

企業収益が長期にわたって拡大を続ける中でも賃金上昇率が高まらないのは、企業の賃金抑制姿勢がかつてないほどに強いためとの認識が一般的である。これは企業が賃金を決めることを前提にした議論であるが、必ずしも現実に即しているとは思えない。賃金は市場が決める、即ち労働需給が賃金の主要な決定要因であるとの想定がより現実に即していよう。

労働市場における需給のミスマッチを示す「構造的失業率」を推計し、さらに現実の失業率と「構造的失業率」との差から、労働市場の需給を反映する「循環的失業率」を算出した上で、これを実質賃金上昇率と比較した。両者は長期にわたって比較的安定した関係にあり、賃金上昇率が労働需給で決まる側面が強いことが理解できる。さらに2007年度末時点で失業率は「構造的失業率」と推定される3.5%~3.7%まで低下し、「循環的失業率」はゼロ近辺に達すると見込まれるが、この時点での名目及び実質時間当たり賃金は、前年同期比+2%台に達する計算となる。これは個人の経済活動が景気全体を支えリードするのに十分に良好な所得環境であろう。

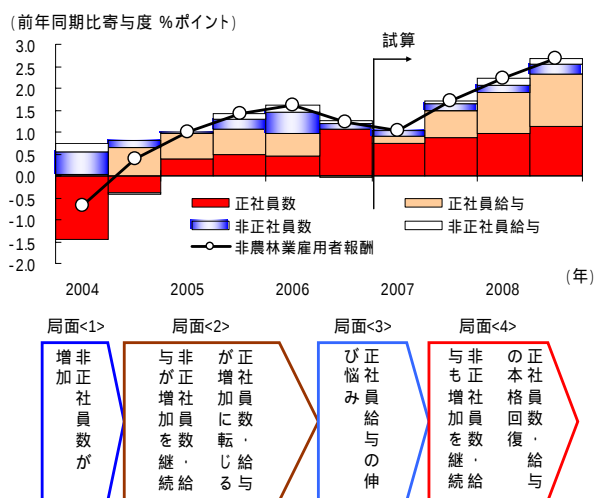
団塊世代の退職など、年齢構成変化の影響で一人当たり賃金が今後押し下げられる効果も見込まれるが、他方でこれが失業率を押し下げて賃金を押し上げる効果も期待される。両者を合わせて考えると、年齢構成変化が賃金上昇の大きな妨げになるとは考えにくい。

鍵は景気(失業率)の水準

景気回復期間が戦後最長を更新し続ける中でも企業から個人に景気の牽引役が移行していかないのは、何か大きな障害があるためと考える向きもある。しかし、所得改善を通じて牽引役が個人に移行するか否かは、実際には景気回復の長さではなく、景気(失業率)の水準により大きく依存している点に注意が必要である。

今の景気回復は非常に低い景気の水準からスタートし、緩やかなペースでしか成長してこなかったため、回復期間は長いにもかかわらず個人主導型に転換するほど十分に景気の水準が高まっていないのが現状ではな

雇用者所得改善の諸段階

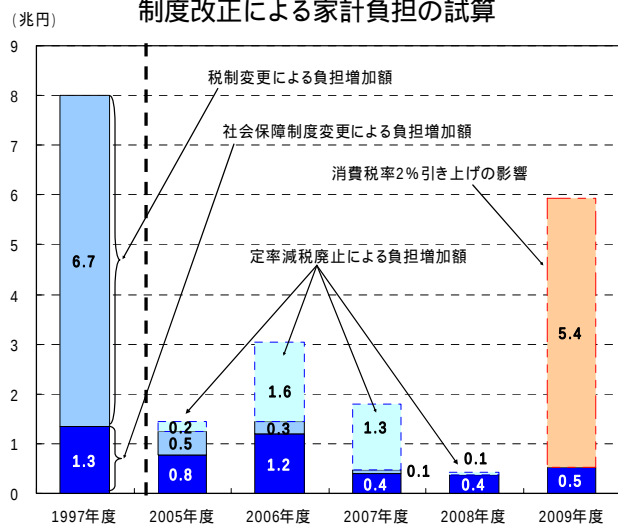


(注) 1. 各労働者の給与は現金給与総額、非常用雇用者の現金給与総額、パートタイム労働者のものを使用。

2. 試算は野村證券金融経済研究所の景気見通しに基づく。

(出所) 厚生労働省、総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

制度改正による家計負担の試算



(注) いずれも野村證券金融経済研究所による推定値。

(出所) 各省市、報道資料より野村證券金融経済研究所作成

可処分所得見通し

兆円(前年比%)

年度		05	06(予)	07(予)	08(予)
受取	雇用者所得	221.6	224.3	227.7	234.1
		(1.3)	(1.2)	(1.5)	(2.8)
	年金等	70.9	72.4	73.9	75.1
		(1.0)	(2.1)	(2.1)	(1.5)
支払い	税負担	25.8	28.2	30.5	32.1
		(7.8)	(9.0)	(8.2)	(5.5)
	社会保険料	28.9	30.4	31.0	32.4
		(2.5)	(5.1)	(2.0)	(4.4)
名目可処分所得	その他	35.6	35.7	36.2	37.0
		(-2.3)	(0.2)	(1.4)	(2.4)
		290.3	291.6	296.1	304.7
		(0.7)	(0.4)	(1.5)	(2.9)
実質可処分所得		305.5	307.5	314.0	322.9
		(1.5)	(0.7)	(2.1)	(2.8)

(注) 2006年度以降は野村證券金融経済研究所による予測値。

(出所) 内閣府、野村證券金融経済研究所

いか。言い方を変えれば、個人が景気を牽引するのに必要な所得環境の改善をもたらすほどには、失業率がなお十分に低下していないのが現状と見られる。

07年度・08年度の個人負担は小さい

以上のような過程を辿って今後所得環境が顕著に改善したとしても、社会保障制度改革、税制改革を通じた個人への負担増、あるいは将来の新たな負担増加への不安があるために消費者心理は改善せず、個人消費の低迷が続くとの見方も根強い。こうした不安が完全に解消することはないとしても、予想外の税収増加による財政環境改善を背景に、不安は緩和の方向にあるのが現状と考えられる。例えば1年前には消費税率は早晩5%ポイント引き上げられ、10%に達するとの見方が一般的であったように思われるが、現時点で考えれば昨年政府が「骨太の方針」で暗に示した1~2%ポイントの引き上げが妥当な想定であるように思われる。

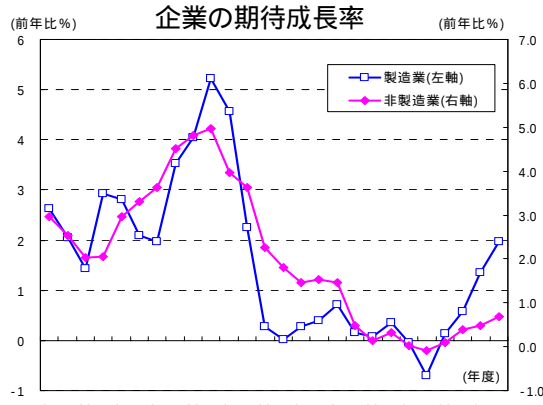
さらに2007年度あるいは2008年度にかけて、社会保障制度改革、税制改革を通じた個人への追加負担額は軽減されていく。2006年度は定率減税の半減にタバコ増税、地方税引き上げなどが加わり、個人負担増は3.0兆円程度に及んだ。しかし、2007年度は定率減税廃止以外に大きな改正は無く、負担額は1.8兆円程度にとどまる見通しである。さらに2008年度については、現時点で増税策などは議論されておらず、負担額はわずかに5,000億円程度と見込まれる。他方で子育て減税策が検討されており、それが実施されれば負担額はさらに小さくなる。

2009年度には消費税率引き上げが実施され個人負担は再び膨らもうが、2007年度と2008年度はいわば端境期にあたり、この面からも同時期に個人消費活動が強くなる条件が整っていると考えられる。

設備投資も内需主導へ

輸出環境の改善は、今年後半の設備投資活動を活発化させる効果が期待される。しかし来年に経済全体が内需主導色を強める中、設備投資活動の主体も内需関連企業へと次第に比重を移していこう。

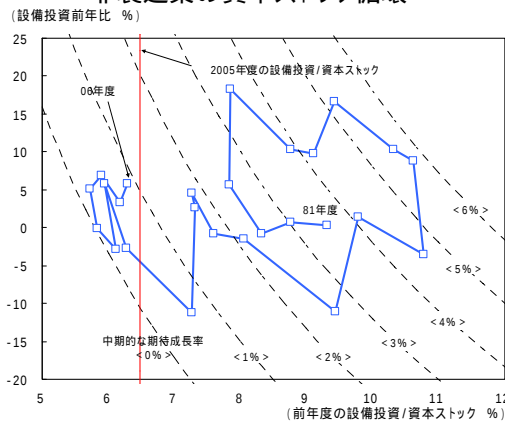
企業が先行きの期待成長率を高め、それに見合った資本ストックの積み増しを進めてきたことが、過去数年間の設備投資堅調の原動力になっていた。製造業については期待成長率上方修正の余地は次第に狭まっている可能性もあるが、非製造業にはなお上方修正の余地が大きいと考えられる。今後の設備投資活動は、非製造業がリードする形へと構造変化を遂げることが見込まれる。



- (注) 1. 期待成長率は資本ストック循環から推計。
 2. 期待成長率を推計するにあたって、製造業は除却率を4.5%、資本係数の伸び率を1.6%、非製造業は除却率を4.0%、資本係数の伸び率を1.8%（いずれも91年からの平均値）とした。
 3. 民営化等に伴う資本ストックの段差は、野村証券金融経済研究所が独自に調整。
 4. 2006年度の値は既発表分に基づき試算値。

(出所) 内閣府、経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

非製造業の資本ストック循環



- (注) 1. いずれの数値も固定基準年方式の実質値。
 2. 民営化等に伴う資本ストックの段差は、野村証券金融経済研究所が独自に調整。
 3. 中期的な期待成長率に見合う双曲線の計算にあたっては、除却率を4.0%、資本係数の伸び率を1.8%（いずれも91年からの平均値）とした。
 4. 2006年度の値は既発表分に基づき試算値。

(出所) 内閣府、経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

法人税率引き下げの経済効果

	法人税率を5.0%ポイント引き下げ	
減税額	22,100億円	
経済効果	実質設備投資	実質GDP
1年目	0.96	0.18
2年目	1.73	0.31
3年目	1.79	0.30

- (注) 1. 経済効果は内閣府経済モデル(2005年)による試算値。
 2. 経済効果は累積効果で%ポイント。

(出所) 野村証券金融経済研究所

原油価格上昇の経済効果

[日本の景気への直接効果]		
原油価格	10%上振れ	10ドル上振れ
日本	-0.07	-0.12
+		
[海外景気への影響を通じた間接効果]		
原油価格	10%上振れ	10ドル上振れ
日本	-0.01	-0.02
[海外景気への影響を考慮した効果]		
原油価格	10%上振れ	10ドル上振れ
日本	-0.08	-0.14

- (注) 1. 当社の計量経済モデルに基づく試算値であり、いずれも実質GDPに対する影響度%ポイント。
 2. 計算のベースとしてWTI価格が60ドル/バレルを想定し、そこから10%上振れた場合、10ドル上振れた場合の影響度を計算した。

(出所) 野村証券金融経済研究所

少なくとも2008年度中には景気拡大が持続

最後に、野村証券金融経済研究所の経済見通しを再度確認したい。日本経済は今年年央以降輸出主導で軽い踊り場を脱し、再び増勢を強めよう。交易条件安定が次第に内需の安定に寄与する一方、失業率が再び低下基調に復するとともに労働需給逼迫から賃金上昇率が高まることで、個人消費が安定的に日本経済を支える新たな局面へと移行していくことが見込まれる。

予測上の主な前提条件としては、ドル円レートは1ドル120円で今後横這い、原油価格は入着価格で1バレル56.5ドル、WTIで約60ドル横這いを想定した。無担保コールレート（翌日物）の誘導目標は、2006年度末で0.25%、2007年度末で0.75%、2008年度末で1.50%である。税制改革については、2008年4月に法人税率5%ポイント引き下げ、2009年4月に消費税率2%ポイント引き上げを前提とした。2008年度の実質GDP成長率は法人税率引き下げにより+0.2%ポイント、消費税引き上げ前の駆け込み購入要因により+0.1%それぞれ押し上げられる計算である。これらを前提に、2007年度実質GDP成長率は+2.2%、2008年度は+2.8%と予想した。

2009年度の日本経済については、消費税引き上げの景気抑制効果や海外景気の下振れリスクなど不透明感は強まるが、予測時期である2008年度中には景気後退は生じず、景気拡大は持続すると見込んだ。

景気下振れリスクは原油価格と金融政策

以上の経済見通しが下振れるリスクとして注意しておきたいのは、原油価格上昇と日銀の金融政策の2点である。原油価格上昇による内外景気抑制効果もさることながら、原油価格が再度急騰すれば、交易条件が再度大きく悪化し、内需主導経済への転換が妨げられよう。特に世界経済が容易に増勢を取り戻さない一方で原油価格が再び高騰してしまうケースでは、内外需共に低調が続き景気の脆弱性が強まることになるだろう。

日銀の金融引き締め策実施のタイミングが想定から多少ずれることで、経済見通しが大きく修正を迫られることはない。しかし、現状のように日銀の景気・物価見通しが金融市場と大きく乖離したまま、いわば「市場との対話」が十分にとられないままに引き締め策が今後実施される、あるいはそのような見通しが強まれば、株式市場の調整や円高進行を通じて景気に下振れリスクを生じさせよう。

ソフトランディング後、利上げ局面へ

米国経済見通し

	(前年比,%)		
	2006年 (推)	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	3.4	2.8	3.4
国内最終需要(寄与度)	3.2	2.6	3.5
個人消費	3.2	3.2	3.1
住宅投資	-4.2	-9.6	2.8
設備投資	7.4	4.6	8.0
在庫増減(寄与度)	0.2	-0.2	0.2
純輸出(寄与度)	0.0	0.4	-0.4
輸出	8.9	7.7	9.5
輸入	5.8	2.8	8.8
政府消費及び総投資	2.1	1.8	1.2
名目GDP	6.4	5.0	5.9
経常収支(年率、10億ドル)	-864.4	-819.7	-878.7
名目GDP比(%)	-6.5	-5.9	-6.0
失業率(%)	4.6	4.6	4.3
消費者物価	3.2	2.3	2.6

(注)失業率は暦年平均値。

(出所)米国野村證券

1. 2007 年の米国経済は、前半こそ景気減速が見られるものの、ソフトランディング（軟着陸）に向かうと見られる。景気減速要因は、在庫と住宅投資の調整だが、堅調な雇用情勢による良好な所得環境やエネルギー価格の低下による購買力の向上を受けて、個人消費が景気の下支え要因となり、リセッション（景気後退）入りを阻むことになるだろう。

2. 更に、在庫は、これまでの後ろ向きの積み上がり幅が小さく、個人消費の堅調さにより在庫調整が進みやすいため、年前半に調整は一巡するだろう。また、住宅市場は、住宅価格の調整が進んで割高感が薄れ、過剰在庫の調整も進んでいることから、月次の住宅関連指標に底入れの兆しが見られる。年後半には住宅投資の減少が収まると見込まれる。個人消費に対する住宅の逆資産効果も限定的だろう。2005 年までの住宅市場のブームの結果、住宅ローンなど家計の負債は依然高水準だが、良好な雇用情勢や利上げ休止を踏まえると、借金返済を優先させて消費が抑制される形での家計のバランスシート調整が発生する可能性も低い。米国野村證券は、2007 年の成長率を前年比 2.8%と見ているが、年後半に関しては3%台の成長を予想する。

3. このため、米連邦公開市場委員会（FOMC）は、景気刺激のために利下げが必要との見方は取らず、2007 年末までフェデラルファンド（FF）金利誘導目標水準を 5.25%で据え置くと見られるが、2008 年には利上げが現実のものになるだろう。在庫調整の一巡後、企業が前向きに在庫を積み上げる局面が2008 年前半に現れると見られるが、鉱工業稼働率が既に過去の平均水準並みないしは、それを上回る状態であり、設備投資や雇用の増加が見込まれる。これを受けて、2008 年の実質 GDP 成長率は 3.4%と、2006 年実績値並みのペースとはいえ、再加速が見込まれる。

4. 景気再加速に伴い、失業率は、2008 年平均で 4.3%に低下すると見られ、労働需給の逼迫度が高まることになるだろう。FOMC は、労働コスト上昇を通じたインフレを警戒し、FF 金利誘導目標水準を 6.00%まで引き上げると、米国野村證券では予想している。

5. もっとも、この利上げ再開に対して家計が脆弱である点には注意したい。再利上げが家計の元利払い負担を高め、バランスシート調整を促すことになり、2007 年には表面化しなかった家計の負債問題が表面化する可能性がある。2008 年末から 2009 年に考えられる、利上げ後の景気減速局面は、個人消費が抑制される形で、2006 年後半から 2007 年前半の減速局面よりも、厳しいものになることが見込まれる。

ドイツの VAT 引き上げはソフトランディング

ユーロ圏経済見通し

(前年比%)

	2005年	2006(推)	2007(予)	2008(予)
実質 GDP	1.4	2.7	2.0	2.2
民間消費	1.3	1.9	1.1	1.7
政府消費	1.3	2.2	1.6	1.6
総固定資本形成	2.5	4.5	2.9	3.1
在庫増減	0.1	0.0	0.1	0.0
外需	-0.3	0.2	0.4	0.3
輸出	4.3	8.4	5.0	8.3
輸入	5.3	8.3	4.2	8.1
HICP (消費者物価)	2.2	2.1	2.4	2.1
失業率 (%)	8.6	7.9	7.7	7.5
経常収支 (10億ドル)	-10.3	-42.8	-7.2	-5.1

(注)在庫増減、外需は成長寄与度。

(出所)EU (欧州連合) 統計局、ECB (欧州中央銀行) 統計、予測は英国野村証券

ドイツ経済見通し

(前年比%)

	2005年	2006 (推)	2007 (予)	2008 (予)
実質 GDP	0.9	2.5	1.5	2.0
民間消費	0.1	0.6	0.2	1.0
政府消費	0.6	1.7	0.0	0.5
総固定資本形成	0.8	5.3	3.2	4.5
在庫増減等	0.2	0.0	0.3	-0.1
外需	0.5	0.7	0.4	0.6
輸出	6.9	12.4	5.0	8.3
輸入	6.5	12.1	4.6	8.1
生計費指数	2.0	1.7	2.5	1.5
失業率 (%)	9.1	8.1	7.8	7.5
経常収支 (10億ドル)	114	112	80	92

(注)在庫増減、外需は成長寄与度。失業率はILO (国際労働機関) 基準。

(出所)ドイツ連銀資料、予測は英国野村証券作成

英国経済見通し

(前年比、%)

	2005年	2006年 (推)	2007年 (予)	2008年 (予)
実質 GDP	1.9	2.7	2.6	2.4
民間消費	1.4	2.0	2.3	2.1
政府消費	3.1	2.3	2.5	2.6
総固定資本形成	3.4	5.6	5.0	4.0
国内最終需要	2.0	2.7	2.9	2.7
在庫投資 (寄与度)	-0.1	0.2	0.1	-0.2
国内需要 (寄与度)	2.0	3.0	3.0	2.5
純輸出 (寄与度)	0.0	-0.4	-0.3	-0.1
輸出	7.9	12.4	8.8	10.5
輸入	7.0	12.4	8.8	9.7
消費者物価指数 (CPI)	2.0	2.3	2.3	2.1
失業率 (%)	4.9	5.5	5.4	5.6
経常収支 (10億ドル)	-53.7	-68.6	-75.5	-76.2

(注)1.消費者物価指数(CPI)は EU 統一基準ベースの消費者物価 (HICP 基準)。

2.失業率は国際労働機関 (ILO) 基準。GDP 需要項目は全て季節調整値を使用。

3.統計誤差等のため、内外需の合計が GDP 成長率と一致しない場合がある。

(出所)英国政府統計局、予測は英国野村証券

1. 1月1日よりドイツの VAT (付加価値税) 税率が 16% から 19% へ 3%ポイント引き上げられた。消費者物価に相当する生計費指数の 1 月速報値は前月比+0.5% となり、価格上昇が相当程度抑制された見込みだ。非課税項目、及び 7%の軽減税率に変更はなく、生計費指数バスケットのうち、増税対象となるのは 56%になる。VAT 引き上げによる生計費指数の上昇は 1.4%程度となるため、価格上昇分のうち、概ね 3 分の 2 程度が中間過程で吸収された可能性もある。ただし、サービス価格などやや遅れて引き上げられるケースも考えられ、数ヶ月間、価格動向をモニターする必要がある。

2. 今年のドイツの全産業ベースの名目所得の伸びは前年比+2.0 ~ +2.5%程度と予想され、VAT 引き上げの価格への影響が限定されるとすれば、通年の実質民間消費が前年比でマイナスに陥る公算は小さいものと予想される。従って、減速要因ではあるものの、景気を大きく失速させるほどの要因にはなりにくいものと考えられる。

3. ユーロ圏経済は、今年前半がピークアウト (山越え) ~ 底入れを迎える時期と推察されるが、その主な理由は、(1)昨年 7-9 月期以降の米国経済の減速の影響、(2) 1月1日よりドイツの VAT 引き上げ、(3)雇用環境の改善の一巡、などである。しかし、今年後半から、上記のうち(1)、(2)の要因が剥落し、再びモメンタム (勢い) が回復するものと予想される。

4. 2007 ~ 2008 年の実質 GDP 成長率の予想は、ユーロ圏経済がそれぞれ+2.0%、+2.2%、ドイツ経済は+1.5%、+2.0%とする。なお、欧州中央銀行の金融政策は、3月及び6月にそれぞれ 0.25%ポイント政策金利を引き上げ、4.00%とした後、据え置くことをメインシナリオとする。

5. 英国経済は 2007 年から 2008 年初頭にかけて緩やかに減速するものの、総じて潜在成長率と見られる +2.5%前後の成長率になると予想する。2007 年前半は、米国景気減速や通貨高の影響及びこれまでの利上げの効果、成長率の下押し要因となる一方、住宅価格上昇による資産効果と企業の旺盛な設備投資意欲が景気を支えると見込まれる。2007 年後半以降は、住宅価格伸び率のピークアウトと資本ストック積み増し行動の一巡に伴い、一時的に低めの成長率となる局面が訪れると予想される。

短期的には減速局面へ

アジア経済予測表

2007年2月15日現在

(年)	実質GDP成長率(%)				
	04	05	06(推)	07(予)	08(予)
アジアNIEs	5.9	4.6	5.3	4.4	5.1
韓国	4.7	4.0	5.0	4.4	5.1
台湾	6.1	4.0	4.5	4.0	4.6
香港	8.6	7.3	6.6	4.8	5.3
シンガポール	8.7	6.4	7.7	4.7	5.9
ASEAN4	5.9	5.1	5.4	5.6	5.5
インドネシア	5.1	5.6	5.4	6.0	5.7
マレーシア	7.2	5.2	6.0	5.7	5.7
フィリピン	6.2	5.0	5.4	5.3	5.4
タイ	6.3	4.5	5.1	4.9	5.2
中国	10.1	10.4	10.7	9.4	8.7
合計	7.9	7.4	7.9	6.9	6.8
(参考)					
NIEs+ASEAN4	5.9	4.8	5.3	4.8	5.2
インド	7.5	9.0	9.0	8.2	8.2

(年)	消費者物価上昇率(%)				
	04	05	06(推)	07(予)	08(予)
アジアNIEs	2.4	2.2	1.6	1.9	2.2
韓国	3.6	2.8	2.2	2.1	2.3
台湾	1.6	2.3	0.6	1.6	1.7
香港	-0.4	1.0	0.9	2.4	2.9
シンガポール	1.7	0.5	1.0	1.1	1.6
ASEAN4	4.3	7.1	8.2	4.2	4.4
インドネシア	6.1	10.5	13.1	6.1	6.3
マレーシア	1.4	3.0	3.6	2.9	2.9
フィリピン	6.0	7.7	6.3	4.3	4.5
タイ	2.8	4.5	4.6	2.3	2.3
中国	3.9	1.8	1.5	2.2	2.0
合計	3.4	2.9	2.7	2.5	2.5
(参考)					
NIEs+ASEAN4	3.0	3.8	3.8	2.7	2.9
インド	6.5	4.4	5.1	4.3	4.4

(年)	経常収支(億米ドル)				
	04	05	06(推)	07(予)	08(予)
アジアNIEs	887	861	905	902	964
韓国	282	166	61	2	-9
台湾	185	161	250	278	294
香港	157	203	178	162	166
シンガポール	263	332	416	459	512
ASEAN4	208	144	456	520	577
インドネシア	16	3	146	200	239
マレーシア	149	200	228	256	281
フィリピン	16	20	50	72	78
タイ	28	-79	32	-8	-21
中国	687	1,608	2,365	2,554	2,955
合計	1,782	2,614	3,726	3,976	4,495
(参考)					
NIEs+ASEAN4	1,095	1,006	1,361	1,422	1,540
インド	-25	-91	-217	-217	-285

(注)1.実質GDP成長率、消費者物価上昇率の各国・地域のウェイトは2004年のGDPの米ドル換算値を元に算出。

2.インドは年度(4月～翌年3月)。物価は、卸売物価。

(出所)公式統計及び野村シンガポール、野村国際(香港)、野村証券金融経済研究所の予測

1. 堅調を続けるアジア経済は2007～2008年も力強く成長を続ける可能性が高い。2007年前半は輸出の減速による景気減速が予想されるが、景気は年後半から再び加速し、2008年末にかけて拡大が続くと見込まれる。経済成長の牽引役として民間消費が果たす役割の重要性が増すと考えられるが、これを支える要因として、(1)豊富な流動性、(2)労働市場の改善、(3)資産価格の上昇による資産効果の3点を挙げておきたい。

2. アジア経済の持続的拡大を可能とした一因として、物価の安定を挙げておきたい。アジア経済地域の2006年のインフレ率は概ね高水準であったが、その主因は原油価格の高騰で、各国固有の要因によるインフレ圧力は限定的であった。国内小売市場・輸出市場における競争の熾烈化や、経済開放度の上昇、国境を越えた人材の移動の増加がその背景である。アジアNIEs(香港、台湾、韓国、シンガポール)とASEAN4(マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン)を合わせたベースでの2007年の実質GDP成長率見通しについては前年比+4.6%から同+4.8%へ引き上げた。2008年については同5.2%と予測する。

3. 中国では2006年10-12期の実質GDP成長率が前年比+10.4%と、7-9月期の同10.6%に続いて比較的高い伸びとなった。投資が減速を続けるなか、外需と民間消費が成長に寄与したとみられる。今後は当局が経済成長の鈍化に必要な施策を講じるのに伴い、2007年から2008年にかけて中国経済は緩やかなペースで減速しよう。2007年の経済成長率は9.4%、2008年については8.7%を見込む。

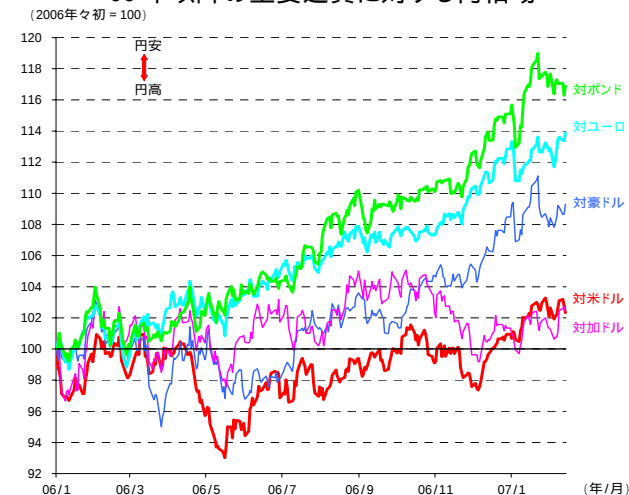
4. インド経済は、製造業、サービス業を両輪とした成長を背景に高成長を維持する可能性が高いが、今後、短期的には、金融引き締め政策により実質GDP成長率がやや減速する展開を見込む。

5. 人民元については、米国など主要貿易相手国からの切り上げ圧力が高まっていることから、今後も中国政府は対米ドルでの人民元の緩やかなペースでの上昇を容認すると予想される。2007年末の為替レートについては7.50～7.80円/米ドル、2008年末のレートについては7.10～7.70円/米ドルを予想している。

6. リスク要因としては、米国景気の減速が引き続き重要となろう。輸出依存度の高さを考慮すると、仮に米国経済が後退局面に入ることがあれば、アジア経済は大幅な減速を避けられないと判断される。

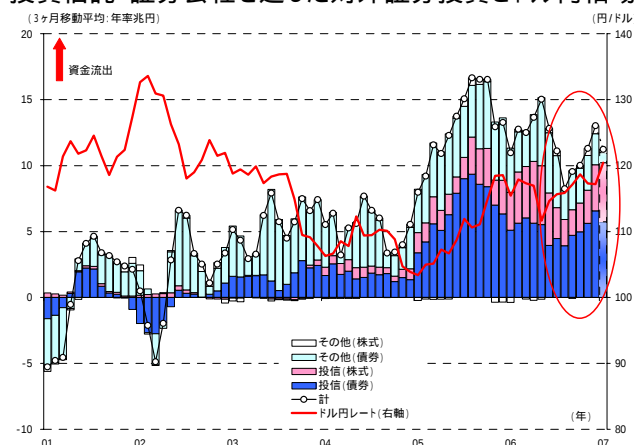
緩やかな円安傾向が継続へ

06年以降の主要通貨に対する円相場



(出所) データストリームより野村證券金融経済研究所作成

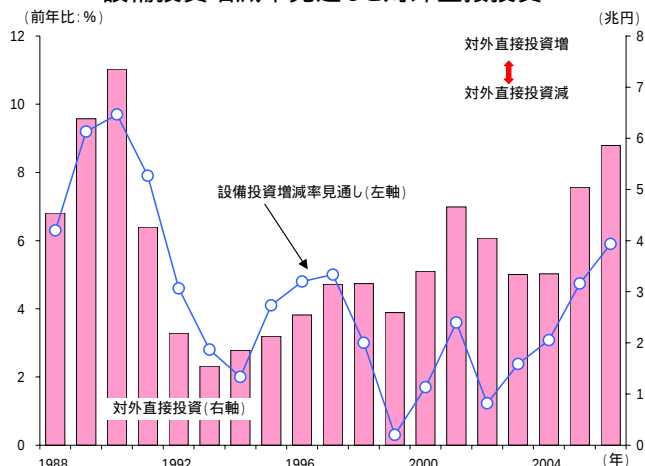
投資信託・証券会社を通じた対外証券投資とドル円相場



(注) 1.その他は生保、銀行(銀行勘定と信託勘定)、損保、投資信託を除く。
2.05年以降のその他には証券会社を含む。
3.07年1月は指定報告機関ベース。

(出所) 日本財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

設備投資増減率見通しと対外直接投資



(注) 1.設備投資増減率見通しは、今後3年間平均の設備投資前年比の見通し。
2.設備投資増減率見通しは各年の1月に調査され、4月に公表されるもの。

(出所) 日本銀行、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

1. 昨年の為替市場では、円の下落基調が継続した。円は主要通貨に対して軒並み下落しており、05年以降の円全面安傾向が06年も定着したと言える。年明け後も、円安基調に大きな変化はなく、対ユーロではユーロ導入後の最安値を更新し、対ドルでも一時1ドル=122円台と、02年末以来の水準まで円安が進展している。

2. 05年以降の円全面安をもたらした要因として、第一に挙げられるのが投資信託経由を中心とした個人投資家による対外証券投資の増加である。投資信託経由に、証券会社経由を加えたりテール系の対外証券投資に注目すると、04年までは多くて年率5兆円超程度でしかなかったが、05年以降は年率10兆円を上回る資金流出が概ね定着している。注目されるのが、日本銀行によるゼロ金利政策解除に前後して鈍化の兆しを見せた資金流出ペースが、昨年末にかけて再び加速している点である。日本銀行は07年中も数度の利上げを行おうが、小幅な利上げであれば、投資信託などを経由した資金流出ペースが急速に減速する可能性は限られよう。

3. 円安傾向をもたらした要因として第二に注目されるのが、企業部門による積極的な対外直接投資の存在である。昨年の対外直接投資は年間で6兆円に迫る金額まで回復、1990年以来の水準を記録した。「三つの過剰」が概ね解消され、本邦企業の設備投資意欲が回復する中、再び海外にも目を向け始めたことが、対外直接投資回復の背景にある。07年についても、対外直接投資が高水準を維持し、一定の円安圧力となろう。

4. 円全面安が進展していることもあり、欧州を中心に更なる円安進展への警戒感が高まりつつある。2月のエッセン G7 前後にも、市場では「政策的な円安是正」への思惑が高まる局面が見られたが、(1)米欧ともに中央銀行がタカ派(対インフレ強硬派)的な姿勢を維持していること、(2)本邦通貨当局が為替市場への介入を実施していないこと、(3)為替市場のボラティリティーが低位にあること、から判断すれば、今後「政策的な円安是正」への合意がなされる可能性は限られよう。

5. 総じて、07年も円が売られやすい環境に大きな変化は生じにくく、緩やかな円安の継続が見込まれる。経済予測の前提となるドル円相場の水準に関しては、景気見通しに対する中立性維持の観点からあえて主観的な方向感を明示せず、予想期間にわたって1ドル=120円で横ばいとした。前提となるドル円相場の水準は、直近2ヶ月間の平均値に2円50銭刻みで最も近い値を用いている。

当社で取り扱う商品等へのご投資にあたっては、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.365%(税込み)(20 万円以下の場合は、2,730 円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第 142 号

加入協会 / 日本証券業協会、(社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会(会員番号 第 011-01234 号)、(社)金融先物取引業協会