

2007 年度～2008 年度の経済見通し

日本経済：『輸出主導で踊り場克服へ』

2007 年度実質 GDP 成長率：+2.1%（前回 2007 年 2 月 20 日：+2.2%）

2008 年度実質 GDP 成長率：+2.6%（前回 2007 年 2 月 20 日：+2.8%）

2007 年 5 月 22 日

野村証券株式会社

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5月22日時点]

[前回:2007年2月20日時点]

		2006年度	2007年度 (予)	2008年度 (予)	2007年度 (予)	2008年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	+1.9	+2.1	+2.6	+2.2	+2.8
	<内需寄与度>	<+1.2>	<+1.5>	<+2.4>	<+1.8>	<+2.6>
	<民間内需>	<+1.4>	<+1.6>	<+2.5>	<+1.9>	<+2.7>
	<公的内需>	<-0.3>	<-0.2>	<-0.1>	<-0.1>	<-0.1>
	<外需寄与度>	<+0.8>	<+0.5>	<+0.2>	<+0.5>	<+0.2>
	民間最終消費支出	+0.8	+1.7	+2.4	+1.6	+2.6
	民間住宅投資	+0.4	+1.6	+4.8	+3.2	+5.1
	民間企業設備投資	+7.2	+4.0	+7.3	+5.5	+7.4
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.0>	<+0.0>	<-0.1>	<-0.0>	<-0.1>
	政府消費	+0.9	+0.7	+0.7	+0.7	+0.8
	公的固定資本形成	-9.2	-6.8	-5.5	-6.2	-6.2
	財貨・サービス輸出	+8.3	+5.7	+6.6	+5.9	+7.7
	財貨・サービス輸入	+3.4	+2.8	+7.4	+3.7	+8.3
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+1.8>	<+1.7>	<+2.0>	<+2.1>
		名目国内総支出	+1.3	+2.1	+2.9	+2.5
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	+4.8	+2.7	+4.6	+3.1	+4.9
	国内企業物価	+2.8	+1.1	+0.5	+0.9	+0.4
	消費者物価	+0.3	+0.1	+0.5	+0.0	+0.5
	除く生鮮食品	+0.1	+0.0	+0.4	+0.1	+0.5
	完全失業率(%)	4.1	3.9	3.4	3.8	3.3
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.1	11.4	11.2	13.7	14.3
	貿易収支(兆円)	10.5	12.8	12.8	15.2	16.0
	貿易・サービス収支(兆円)	8.3	10.4	10.4	11.4	11.9
	経常収支(兆円)	21.3	25.1	26.1	26.4	27.8
	"(億ドル)	1812.6	2092.5	2171.2	2198.1	2316.4
	<対名目GDP比、%>	<+4.2>	<+4.8>	<+4.9>	<+5.0>	<+5.1>

(注)ことわりがない限り、前年度比%。

(出所)野村証券金融経済研究所

経済見通し前提表

	2007年度	2008年度
ドル円相場(年度平均)	119.9	120.0
無担保コール翌日物レート(期末値、%)	0.75	1.50
消費税率(期末値、%)	5.0	5.0
原油入着価格(年度平均、ドル/バレル)	61.9	62.0
米国の実質GDP成長率(前年比%)	2.3	3.2

(注)米国の実質GDP成長率は暦年の値。

(出所)野村証券金融経済研究所

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				09年	
	10-12	1-3	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)	4-6(予)	7-9(予)	10-12(予)	1-3(予)
民間最終消費支出	305,534.9	308,162.7	308,927.1	309,555.3	310,944.6	312,579.6	314,282.1	316,159.8	318,502.3	322,269.6
(前期比)	1.1	0.9	0.2	0.2	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	1.2
(前年同期比)	0.4	1.6	1.1	2.4	1.8	1.4	1.7	2.1	2.4	3.1
民間住宅投資	18,753.8	18,691.9	18,605.3	18,754.1	18,904.2	19,093.2	19,322.3	19,573.5	19,867.1	20,224.7
(前期比)	2.2	-0.3	-0.5	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3	1.5	1.8
(前年同期比)	0.9	-0.2	1.1	2.2	0.8	2.1	3.9	4.4	5.1	5.9
民間企業設備投資	89,741.3	88,903.8	89,748.4	90,780.5	92,450.8	94,115.0	96,052.7	97,832.4	99,310.3	100,677.9
(前期比)	2.3	-0.9	0.9	1.1	1.8	1.8	2.1	1.9	1.5	1.4
(前年同期比)	10.9	4.7	3.2	3.4	3.0	5.9	7.0	7.8	7.4	7.0
民間在庫投資	1,188.0	663.1	800.0	1,200.0	1,200.0	1,500.0	800.0	600.0	300.0	100.0
(前期比寄与度)	(-0.1)	(-0.1)	(0.0)	(0.1)	(0.0)	(0.1)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.1)	(-0.0)
政府最終消費支出	95,799.4	95,734.3	95,875.7	96,151.6	96,350.1	96,549.0	96,680.7	96,812.6	96,944.7	97,077.0
(前期比)	0.1	-0.1	0.1	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
(前年同期比)	1.3	1.2	0.8	0.4	0.6	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
公的固定資本投資	22,089.1	22,057.4	21,776.8	20,804.8	20,099.2	19,614.4	19,672.1	19,631.1	19,288.7	18,832.3
(前期比)	4.0	-0.1	-1.3	-4.5	-3.4	-2.4	0.3	-0.2	-1.7	-2.4
(前年同期比)	-8.9	-6.8	-2.3	-2.1	-9.0	-11.1	-9.7	-5.6	-4.0	-4.0
公的在庫投資	255.0	193.3	250.0	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	21,677.0	23,819.0	23,473.3	24,081.1	24,633.2	24,992.9	25,345.3	25,568.5	25,413.2	25,391.1
(前期比寄与度)	(0.1)	(0.4)	(-0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(-0.0)	(-0.0)
(前期比)	3.7	9.9	-1.5	2.6	2.3	1.5	1.4	0.9	-0.6	-0.1
(前年同期比)	18.6	25.1	24.8	15.0	13.4	4.9	8.0	6.2	3.3	1.4
輸出	82,236.5	84,947.5	85,202.3	86,139.6	87,259.4	88,611.9	90,295.5	91,920.8	93,299.7	94,699.2
(前期比)	0.8	3.3	0.3	1.1	1.3	1.5	1.9	1.8	1.5	1.5
(前年同期比)	6.5	7.4	6.9	5.6	6.1	4.3	6.0	6.7	6.9	6.9
輸入	60,559.5	61,128.5	61,729.1	62,058.5	62,626.2	63,619.0	64,950.2	66,352.4	67,886.5	69,308.1
(前期比)	-0.1	0.9	1.0	0.5	0.9	1.6	2.1	2.2	2.3	2.1
(前年同期比)	2.6	2.0	1.4	2.3	3.4	4.1	5.2	6.9	8.4	8.9
国内総生産	554,427.9	557,693.4	558,936.0	561,076.8	564,361.8	568,259.8	572,005.7	576,065.9	579,546.5	584,538.9
(前期比)	1.2	0.6	0.2	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.9
(前期比年率)	5.0	2.4	0.9	1.5	2.4	2.8	2.7	2.9	2.4	3.5
(前年同期比)	2.2	2.0	2.1	2.4	1.8	1.9	2.3	2.7	2.7	2.9
鉱工業生産(2000年=100)	108.9	107.5	108.5	109.2	110.3	111.7	113.1	114.4	115.7	116.8
(前期比)	2.2	-1.3	0.9	0.7	1.0	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0
(前年同期比)	5.3	3.6	3.1	2.4	1.2	3.9	4.3	4.8	4.9	4.5
国内企業物価(2000年=100)	101.4	101.2	101.8	102.2	102.3	102.7	102.7	102.8	102.8	102.9
(前期比)	-0.3	-0.2	0.6	0.3	0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1
(前年同期比)	2.6	1.9	1.4	0.4	0.9	1.5	0.9	0.6	0.4	0.2
消費者物価指数(総合)(2005年=100)	100.2	100.0	100.2	100.4	100.5	100.6	100.7	100.9	101.0	101.0
(前期比)	-0.3	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1	0.2	0.0	0.0
(前年同期比)	0.3	-0.1	0.0	-0.3	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
消費者物価指数(除く生鮮食品)(2005年=100)	100.1	99.9	100.0	100.0	100.1	100.2	100.3	100.4	100.5	100.6
(前期比)	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1
(前年同期比)	0.1	-0.1	-0.1	-0.2	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
失業率	4.0	4.0	4.0	4.0	3.9	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3

(注)1.ことわりがない時は、10億円単位。比率は%。

2.2007年1-3月期までは実績、それ以降は野村証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、野村証券金融経済研究所

輸出主導で踊り場克服へ

1. 2007年1-3月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+2.4%と、前期の同+5.0%に続いて比較的高水準を維持した。実質個人消費と実質輸出の堅調が特に際立った。しかし、4-6月期については、両者が共に減速に転じる一方、1-3月期に5四半期振りに減少した設備投資も軟調を続けることから、実質GDP成長率は前期比年率+1%前後まで低下しよう。

2. 日本経済が現在の「軽い踊り場」を脱するには、6月の実質増税、米国景気減速、IT・デジタル分野の調整という3つのハードルを乗り越えなければならない。足下での米国景気の下振れ傾向等により、その時期は従来想定7-9月期から10-12月期にずれ込む可能性が高まっていよう。ただし、輸出環境改善の助けを得て日本経済が「軽い踊り場」を克服し、デフレ脱却への道筋を再度確認する蓋然性は依然高いと見ておきたい。

3. 足下で賃金・物価に頭打ち傾向が広がっていることから、真のデフレ克服は容易でないとの見方も浮上している。しかし、これは企業の生産効率が高まり、潜在成長率が上方にシフトしたことによる可能性がある。その場合、こうした傾向は日本経済の脆弱性の表れではなく、むしろ強さの反映である。

4. 当面の日本経済の鍵を握る世界経済は、労働需給改善による個人所得環境の良好さと、高い流動性の持続に支えられて、なお堅調を維持する見込みである。住宅投資の調整が一巡する中で、良好な所得環境に支えられた個人消費に牽引される形で、米国経済は年末にかけて年率3%程度の成長軌道に戻ると見込まれる。これが輸出環境を好転させ、「軽い踊り場」克服の原動力となろう。

5. 米国住宅投資の調整が予想外に長引く場合でも、日本経済の安定が崩れる可能性は低く、景気回復は持続しよう。米国の景気減速が日本に深刻なダメージを与えない「デカップリング(乖離)」が生じやすいこと、日本企業の中長期期待成長率が継続的に上方修正されており、これが設備投資の拡大と雇用増加を通じた家計支出の拡大という形で経済を下支えすること、がその背景である。

6. 野村証券金融経済研究所は2007年度の実質GDP成長率を+2.1%、2008年度を+2.6%と予測した。前回2月20日時点から、それぞれ0.1%ポイント、0.2%ポイントの小幅下方修正である。また、GDPデフレーターが年度平均でプラスに転じ、GDPの名実逆転が解消される時期の見通しを、2007年度から2008年度へと1年先送りした。

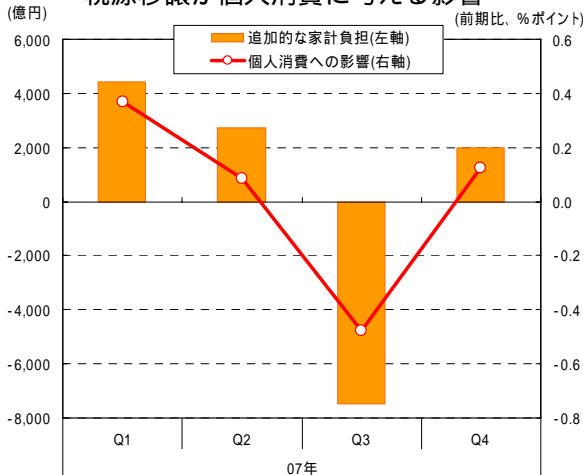
経済見通し要約表

		2006年度	2007年度 (予)	2008年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	+1.9	+2.1	+2.6
	<内需寄与度>	<+1.2>	<+1.5>	<+2.4>
	<民間内需>	<+1.4>	<+1.6>	<+2.5>
	<公的内需>	<-0.3>	<-0.2>	<-0.1>
	<外需寄与度>	<+0.8>	<+0.5>	<+0.2>
	民間最終消費支出	+0.8	+1.7	+2.4
	民間住宅投資	+0.4	+1.6	+4.8
	民間企業設備投資	+7.2	+4.0	+7.3
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.0>	<+0.0>	<-0.1>
	政府消費	+0.9	+0.7	+0.7
	公的固定資本形成	-9.2	-6.8	-5.5
	財貨・サービス輸出	+8.3	+5.7	+6.6
	財貨・サービス輸入	+3.4	+2.8	+7.4
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+1.8>	<+1.7>
	名目国内総支出	+1.3	+2.1	+2.9
	生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	+4.8	+2.7
国内企業物価		+2.8	+1.1	+0.5
消費者物価		+0.3	+0.1	+0.5
除く生鮮食品		+0.1	+0.0	+0.4
完全失業率(%)	4.1	3.9	3.4	
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.1	11.4	11.2
	貿易収支(兆円)	10.5	12.8	12.8
	貿易・サービス収支(兆円)	8.3	10.4	10.4
	経常収支(兆円)	21.3	25.1	26.1
	"(億ドル)	1812.6	2092.5	2171.2
<対名目GDP比、%>	<+4.2>	<+4.8>	<+4.9>	

(注) ことわりがない限り、前年度比%。

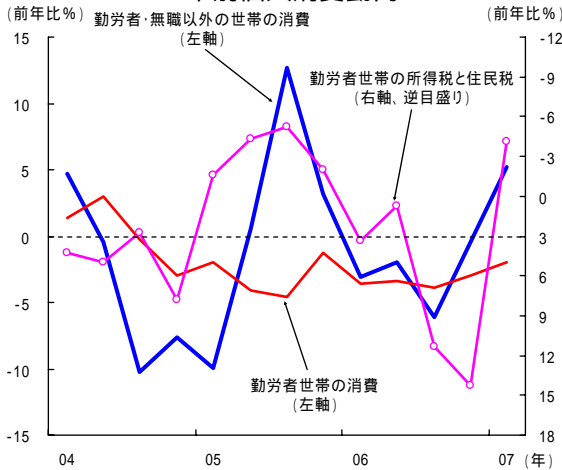
(出所) 野村証券金融経済研究所

税源移譲が個人消費に与える影響



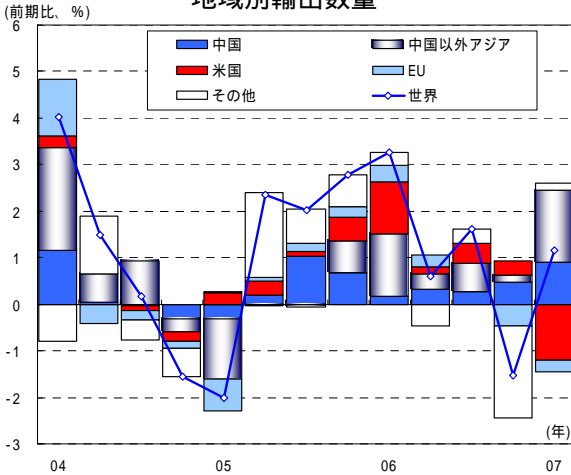
(注)個人消費への影響については、季節調整を施した追加的な家計負担の可処分所得比に個人消費の可処分所得に対する弾性値を乗じることで試算した。1四半期あたりの可処分所得は73兆円、個人消費の可処分所得に対する弾性値を0.5とした。
(出所)財務省、内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

世帯別個人消費動向



(注)1.農林漁家世帯を含む二人以上の世帯が対象。勤労者・無職以外の世帯には、世帯主が個人営業主や法人経営者、会社団体の役員、自由業者などの世帯が含まれる。
2.消費は、各世帯当たりの消費支出額に調整集計世帯数を掛け合わせた値。
(出所)総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

地域別輸出数量



(注)1.輸出数量は、金額指数を2000年の名目輸出額を利用して実額化し、それを価格指数で除したものである。
2.対EU輸出は、2005年2月以降は27カ国ベース(2005年2月～2006年1月は公表されている前年同月比で逆算して算出)、それ以前は15カ国ベース、25カ国ベースの前年比を用いて28カ国ベースの計数を延長している。
3.季節調整は野村証券金融経済研究所が独自に施している。
(出所)財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

輸出主導で「軽い踊り場」克服へ

2007年1-3月期の実質GDP成長率(1次速報)は前期比年率+2.4%と、前期の同+5.0%に続いて比較的高水準を維持した。これは、年明け後の国内景気が堅調に推移したことを裏付けていよう。それにもかかわらず、経済全体からは力強さを感じとることができず、景気が依然「軽い踊り場」にとどまっていると判断されるのは、足下で賃金・物価に頭打ち傾向が広がっていることによると見られる。経済が安定した成長ペースを維持する中でも、賃金・物価が期待されたように順調に改善しないことから、真のデフレ克服は容易ではないとの悲観的な見方も浮上してきた。

目先はなお幾つかのハードルを越える必要はあるものの、輸出環境改善の助けを得て年末にかけて成長ペースが高まり、それを契機に日本経済が「軽い踊り場」を克服し、デフレ脱却への道筋を再度確認する蓋然性は依然高いと見ておきたい。

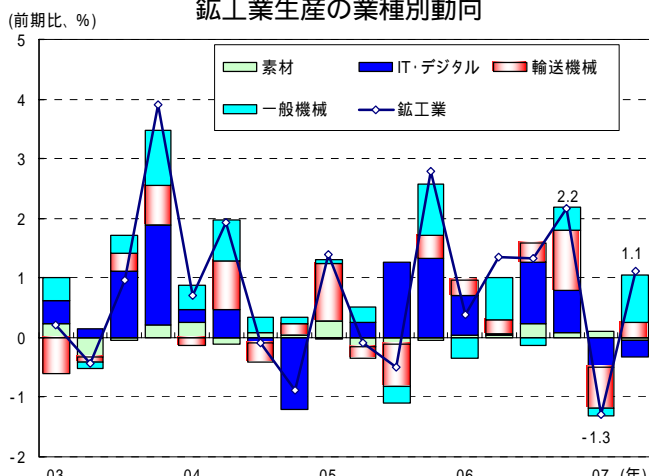
4-6月期の成長率は低下へ

2007年1-3月期のGDPでは、実質個人消費と実質輸出の堅調が際立ち、それぞれ前期比+0.9%、+3.3%と事前予想を大きく上回る増加率となった。他方、実質設備投資が前期比-0.9%と予想外に下振れた点が印象的であった。4-6月期については、個人消費と輸出が減速に転じる一方、設備投資も軟調を続けることから、実質GDP成長率は前期比年率+1%前後まで低下すると見込まれる。

1-3月期は、実質雇用者報酬が前期比+0.1%とほぼ横這いとどまっており、所得環境と消費との間に大きな乖離が生じた。雇用者報酬に計上されない退職金支払いが団塊世代の退職によって増加し、個人消費を刺激した可能性、暖冬の影響等も考えられる。しかし、それ以上に個人消費を刺激したのが、中央政府から地方政府への税源移譲実施に伴う一時的な減税の効果であろう。これは中央政府の所得税引き下げが2007年1月から、地方政府の住民税引き上げが6月から、それぞれ実施されることにより生じる。この減税効果で、1-3月期の個人消費は+0.4%ポイント程度押し上げられた計算となる。しかし、この効果は今後剥落し、7-9月期には逆に実質増税に転じることで個人消費を押し下げる。こうした税制変更は、経営者などの高額所得者の消費活動に大きな影響を及ぼしやすい。

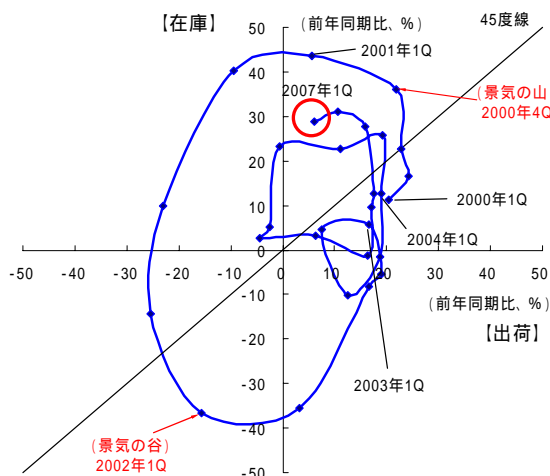
さらに、1-3月期の輸出拡大は、アジア地域の旧正月で統計が攪乱された可能性も指摘される。4-6月期の輸出は、その反動も手伝い、顕著な減速が見込まれよう。また、輸出環境を大きく規定する米国の成長率は、足下

鉱工業生産の業種別動向



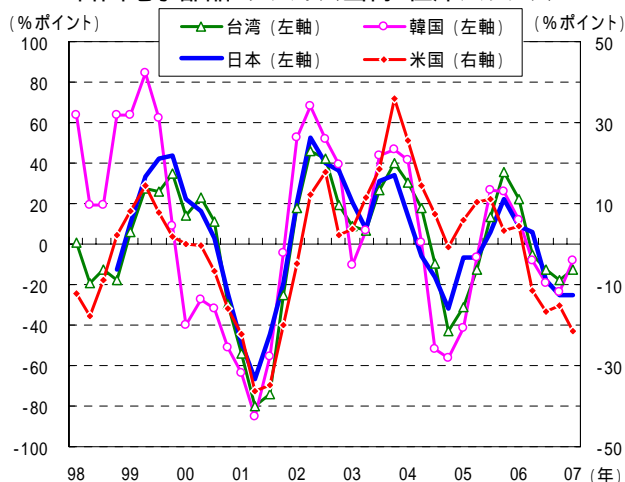
(注)直近2007年4-6月期は製造工業生産予測調査に基づく試算値。実現率、予測修正率による調整を行っている。素材は、鉄鋼、非鉄、化学。IT・デジタルは、新分類電気機械、情報通信機械、電子部品・デバイス。
(出所)経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

IT・デジタル分野の在庫循環



(注)1.「景気の山」、「景気の谷」は内閣府の景気基準日付による。
2.在庫出荷は、情報化資本財と情報化生産財(経済産業省発表)の合計。
(出所)経済産業省統計より野村証券金融経済研究所作成

各国電子部品・デバイス出荷・在庫バランス



(注)1.電子部品・デバイス工業は台湾ではElectronic Parts and Components、韓国ではSemiconductors & Other Electronic parts、米国ではSemiconductors and Related DeviceとOther Electronic Componentsの合計とした。
2.出荷在庫バランスは、(出荷の前年同期比-在庫の前年同期比)。
3.台湾の07年1-3月期は1・2月実績に基く野村証券金融経済研究所の試算値。
(出所)Datastream、CEICより野村証券金融経済研究所作成

で下振れ傾向を示している。

残される3つのハードル

これらに加えて、昨年まで堅調を維持してきた実質設備投資が、1-3月期に前期比-0.9%と5四半期振りに減少に転じたことも当面の懸念材料である。設備投資の先行指標である機械受注が2・3月に大きく下振れたこと等から考えても、4-6月期の設備投資が軟調となる可能性は高い。各種サーベイでは企業の投資意欲は依然強いことが確認されているが、IT・デジタル分野を中心とする製造業の生産・在庫調整と輸出環境の不透明感から、投資が一時的に手控えられている状況と考えられる。

IT・デジタル分野では、川上の電子部品・デバイスを中心に1-3月期に顕著な生産・在庫調整が生じた。調整は4-6月期まで尾を引く可能性が高いが、米国を中心とする海外の状況次第では、調整が7-9月期まで後ずれする可能性も覚悟しておく必要はある。

以上を整理すると、6月の実質増税、米国景気減速、IT・デジタル分野の調整、という3つのハードルを乗り越えなければ、日本経済は現在の「軽い踊り場」を脱することはできない。その時期を従来7-9月期と想定してきたが、足下での米国景気の下振れ傾向等を受け、現状では10-12月期にずれ込む可能性が高まっていると考える。

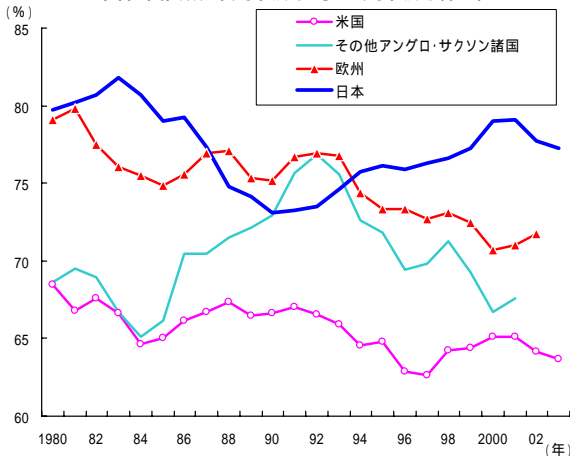
注目を集める賃金・物価の変調

冒頭で指摘したように、足下で賃金・物価が頭打ち傾向に転じたことが、日本経済の中期展望を慎重にさせている。こうした悲観論に影響を与えている一因が日銀であろう。日銀は先般発表した『展望レポート』の中で、国内経済の需給と物価との関係が低下しているとの見方を示した上で、足下での物価下振れの背景として、いわゆる「グローバル化要因」に注目する姿勢を示している。賃金・物価の頭打ち傾向がグローバル化など構造的要因に根差すのであれば、それは容易には解消されないことになろう。

日本の労働市場ではグローバル化の影響は小さい

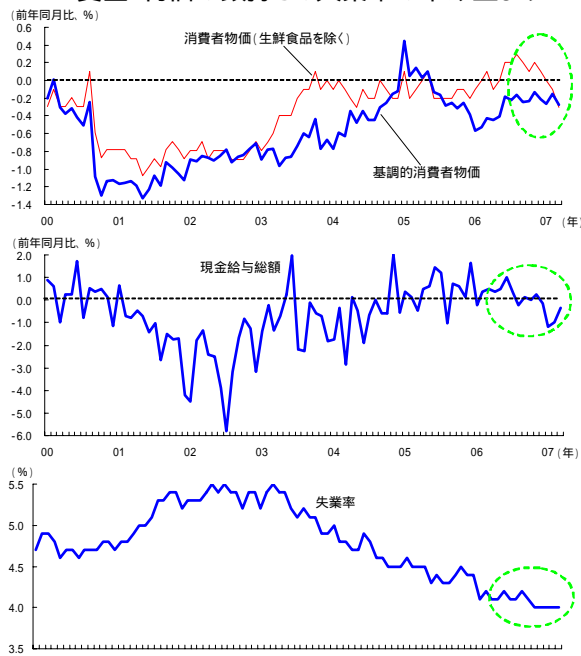
他の先進国と同様に、日本の労働分配率は80年代以降低下基調を辿っている。しかし、労働分配率低下は、グローバル化の影響を受けやすい非熟練労働分野で主に生じているのではなく、非熟練労働分野から労働分配率の水準が相対的に低い熟練労働分野への労働者の移動と、熟練労働分野での労働分配率低下によって生じている側面が強い。このことは、少なくとも日本ではグローバル化要因が労働分配率低下の主たる要因でないこ

各国非熟練労働分野の労働分配率



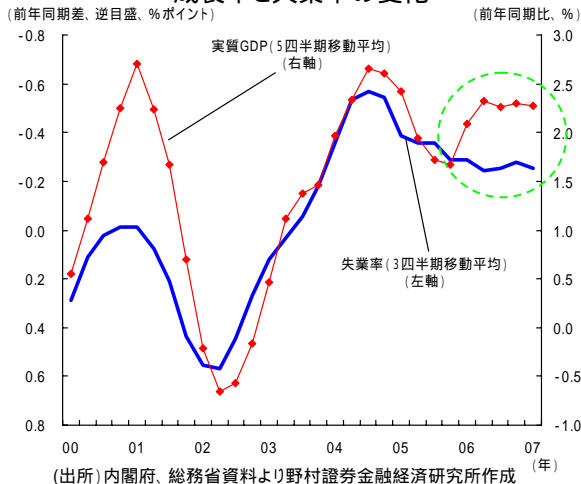
(注) 1.非熟練労働分野の賃金・給与総額÷非熟練分野の総付加価値額
 2.欧州はEU(欧州連合)加盟国及びデンマーク、ノルウェー、
 その他アングロ・サクソン諸国は、オーストラリア、カナダ、英国。
 (出所) IMF (国際通貨基金)

賃金・物価の頭打ちと失業率の下げ止まり



(注) 基調的消費者物価は、消費者物価(生鮮食品を除く)から石油製品、公共料金、米類を除いたもの。
 (出所) 総務省、厚生労働省統計より野村證券金融経済研究所作成

成長率と失業率の変化



(出所) 内閣府、総務省資料より野村證券金融経済研究所作成

とを示唆していよう。IMF (国際通貨基金) の最近の分析 (『World Economic Outlook 2007』) も、日本での労働分配率低下に与えるグローバル化要因は小さい一方、技術変化の影響がより大きい点を明らかにしている。

失業率の動向に注目

失業率は、2006年11月から2007年3月まで5カ月連続で4.0%の水準を維持している。失業率がそれ以前の低下傾向から横這いへと転じたこと、言い換えれば労働需給の逼迫傾向が一巡したことが、賃金・物価の頭打ち傾向と深く関わっていると考えられる。即ち成長ペースは均してみれば過去数年間ほぼ一定でありながら、労働需給への影響力はほぼ中立に転じたのである。

データ上の制約から厳密に検証することは困難であるが、潜在成長率が足下で上方にシフトした可能性を想定すべきではないか。これは、製造業を中心とする近年の資本設備ストック蓄積、それに伴う生産システムへの新技術導入などによるところが大きいと考えられる。さらに、過去数年間の原材料価格急騰に対して、企業が省エネ・効率化投資なども通じて生産効率を高め、収益性を維持する努力を続けてきたことの奏功もあると考えられる。実際、より少ない原材料の投入で生産が可能となる傾向が足下で強まっており、これが収益増加に大きく貢献していることが確認できる。

4つ目のハードル

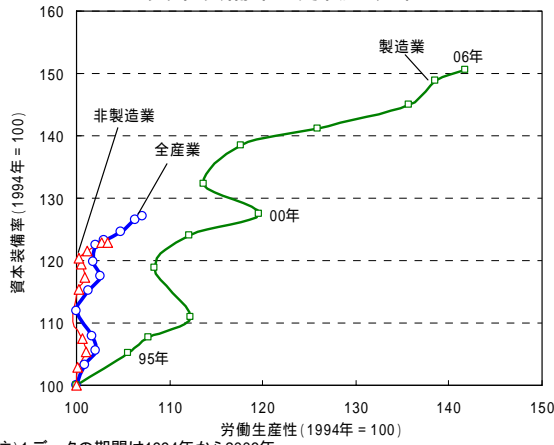
以上の議論が正しいとすれば、失業率を押し下げ、賃金・物価を押し上げるのに必要となる成長率の水準、いわばハードルが従来よりも高くなっている可能性が考えられるのである。賃金・物価の頭打ち傾向は日本経済の脆弱性の表れと捉えられやすいが、実はこの現象は、むしろ日本企業がより効率化して、強くなったことの反映であるとも考えられる。

日本経済がこの高められたハードル、いわば既述の3つのハードルに続く4つ目のハードルを自律的に越えていくことは、少なくとも短期的には期待し難い。しかし、輸出環境が好転することで、今年の後半から来年にかけてはそのような状況に至る蓋然性は比較的高いと見ておきたい。

労働需給は賃金加速の臨界点に近い

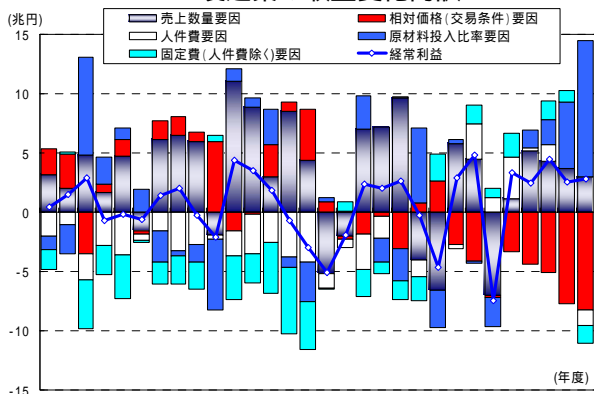
重要なのは、既に日本の労働需給はかなり改善された状態にあることだ。野村證券金融経済研究所の試算によれば、労働需給逼迫から賃金が加速しやすい構造的失業率の水準は、3%台半ば程度と推定される。現状4.0%の失業率はこれを依然上回るが、比較的接近しているこ

資本装備率と労働生産性



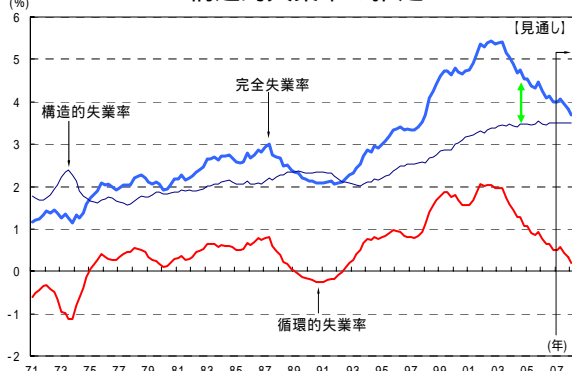
(注)1.データの期間は1994年から2006年。
 2.資本装備率 = 資本ストック ÷ 雇用者数
 3.労働生産性については、全産業は実質GDP、製造業は鉱工業生産、非製造業は第3次産業活動指数からそれぞれ算出。
 (出所)内閣府、総務省、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

製造業の収益変化内訳



<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。 $PO \cdot QO - PI \cdot QO \cdot R - FC - LC$ (: 経常利益、
 PO:売上価格、QO:売上数量、PI:原材料価格、QI:原材料投入量、R:原材料投入比率(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。 : 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.'相対価格(交易条件)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.'売上数量要因'は、上記QOの変動による寄与に該当。
 6.'原材料投入比率要因'は、上記Rの変動による寄与に該当。
 (注)2006年度の計数は2006年1-3月期から2006年10-12月期までの合計値。
 (出所)日本銀行、財務省資料を参考に野村證券金融経済研究所作成

構造的失業率の推定



(注)1.構造的失業率はUV曲線より推計。UV曲線とは、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である。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するとされる。他方、現実の失業率と構造的失業率との差は循環的失業率
 と呼ばれ、労働市場の需給を反映するとされる、雇用失業率-失業者数/(失業者数+雇用者数)、
 欠員率=有効求人数/(有効求人数+雇用者数)。
 2.現在の構造的雇用失業率は4.1-4.3%程度と推計され、これは通常の完全失業率(=失業者数/
 労働力人口)に換算すると3.5-3.7%程度に相当する。
 3.上図では、足下から先行きの構造的失業率を3.5%としている。
 (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

とは確かである。輸出環境好転という、いわば「一押し」があれば、日本経済は再び賃金・物価が明確に上昇する局面に戻る事が可能であろう。

継続する世界経済の堅調

当面の日本経済を展望する上で鍵を握る世界経済は、今後も堅調な推移を辿ると見込まれる。その背景として2点に注目したい。第1は、米国を中心に先進国では労働需給が逼迫していることである。これは一面では景気が成熟局面に入ってきたことの反映であるが、比較的短期間で見れば、労働需給の逼迫が賃金加速を通じて家計支出を刺激しやすい。先進国経済は、成熟段階での上振れ局面に入りつつあると見込まれる。

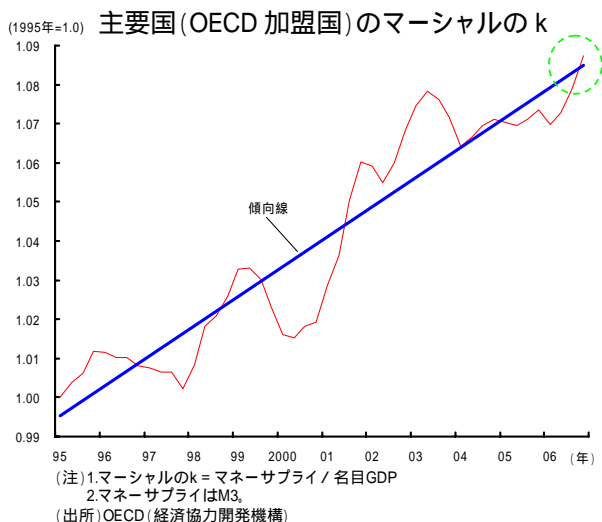
第2は、世界的に流動性が高水準を維持していることである。OECD(経済協力開発機構)に加盟する主要18ヶ国のマネーサプライ(M3)伸び率は、最新2006年10-12月期で前年同期比+6.8%と、5年振りの高水準にある。マネーサプライを名目GDPで除した「マーシャルのk」は2006年10-12月期には傾向線をやや上回っており、経済活動に対してやや過剰なマネーが供給されている可能性を示唆している。

他方、2000年から2006年までの6年間で、エマージング諸国の外貨準備高は+276.2%と約3.8倍に著増している。特に世界の工場として輸出を急拡大させる中国、資源価格上昇で貿易収支が急速に改善したロシア及び中東諸国で外貨準備高が大幅に拡大しており、これが同地域でのマネーサプライを急増させている。

世界の高い流動性は、それ自体が経済活動を直接刺激するばかりでなく、株式・不動産など資産価格の上昇を通じて世界経済を活性化させている側面がある。過剰とも見られる世界の流動性を抑制するには、先進国での一段の金融引き締め策が必要であろう。米国住宅市場の安定回復と労働需給逼迫に起因するインフレ圧力の高まりを契機に、2008年には先進諸国の金融引き締め傾向が強まると見込んでおきたい。本格的かつ世界同時の金融引き締め実施を経てようやく、2009年以降、過剰とも考えられる世界的な高い流動性の状態は解消に向かおう。

米国経済は年後半に持ち直しへ

米国経済は住宅市場の調整が長引く一方、ガソリン価格上昇の影響等から鍵を握る個人消費も若干下振れており、全体的に調整色が払拭できないのが現状である。しかし、昨年来の長期金利低下が、緩やかながらも住宅需要の持ち直しに貢献し始めている。

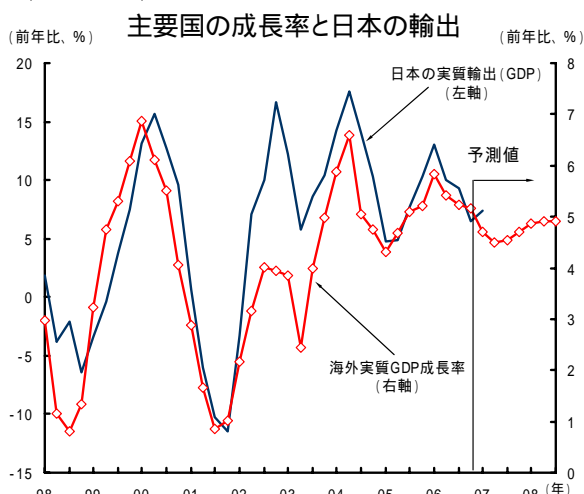


世界のマネーサプライ

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
先進国	4.9	8.1	5.7	5.4	5.5	5.6	-
米国	6.0	10.4	6.3	5.0	5.8	4.0	5.3
ユーロ圏	4.1	8.0	6.9	7.1	6.6	7.3	9.8
日本	1.9	3.3	1.8	1.6	1.8	2.0	0.9
英国	8.4	6.7	7.0	7.2	8.8	12.7	12.7
カナダ	6.7	6.1	5.1	6.2	6.2	5.6	9.3
アジアNIEs諸国	14.3	7.2	5.7	6.8	3.5	4.5	6.3
エマージング諸国	15.1	15.7	16.5	15.7	16.9	19.1	20.5
中国	12.3	17.6	16.9	19.6	14.4	16.6	16.9
インド	16.1	14.6	14.6	16.3	13.3	19.2	21.1
ロシア	57.2	35.7	33.9	39.4	33.7	36.3	40.5
ブラジル	3.7	12.6	23.2	3.7	18.6	18.9	15.7

(注)マネーサプライ(M2)の前年増加率(%)。

(出所)IMF(国際通貨基金)



米国経済と他国経済とのデカップリング(乖離)の条件

デカップリングが起きにくい	デカップリングが起きやすい
米国経済が景気後退に陥る	米国経済がミッドサイクル・スローダウン(景気の中だるみ)に陥る
米国景気減速が他国にも共通する要因によって引き起こされる	米国景気減速が米国独自の要因で引き起こされる
米国景気減速と共にドル高が生じない(先進国)	米国景気減速と共にドル高が生じる(先進国)
米国景気減速と共にドル高が生じる(新興国)	米国景気減速と共にドル高が生じない(新興国)
米国景気減速と共に株安が生じる	米国景気減速と共に株安が生じない

(注)1.デカップリングは米国と他国との景気情勢の非同一性を意味する。

2. は現状により適合すると判断したもの。

(出所)野村証券金融経済研究所

2007年1-3月期の米国実質住宅投資は、前期比年率-17.0%と大幅に下落し、実質GDP全体を年率で1.0%ポイント押し下げた。実質住宅投資は年末までには下落基調を脱すると見られ、これだけで実質GDP成長率は、年率1.0%ポイント高まることになる。

足下の米国個人消費は、ガソリン価格上昇の悪影響によって一時的に押し下げられている面はあるが、他方で株価上昇の資産効果がそれを一部相殺している。さらに重要なのは、失業率が5%程度と見られる中立水準を下回る4%台半ばの水準にある中、高い賃金上昇率が維持され、これが所得面から個人消費を支えている。住宅投資の調整が一巡する中で、良好な所得環境に支えられた個人消費に牽引される形で、米国経済は年末にかけて年率3%程度の成長軌道に戻ると見込まれる。

米国経済が年後半に増勢を高めることを契機に、日本の輸出は7-9月期から増加率を高め、これが「軽い踊り場」克服の原動力となろう。

米国経済調整長期化でも「デカップリング」は持続

ところで、米国住宅投資の調整が予想外に長引けば、日本経済が増勢を取り戻す時期も後ずれを余儀なくされよう。これが、最も注意しておくべきリスクシナリオであろう。しかし、仮にそうした事態に至るとしても、日本経済の安定が崩れる可能性は低く、景気回復は持続しよう。

過去の経験と比較分析すると、現在の米国景気減速は、日本を含めて他の主要国に深刻な景気調整を生じさせ難いタイプであることが示唆される。即ち、米国経済と他国との間で経済環境の乖離が生じる「デカップリング」が生じやすいのである。

70年代以降の米国景気後退は、他国経済も同時に顕著に減速した1974・1975年、2001年の第1ケースと、他国経済は安定を維持していた1982年、1991年の第2ケースとに分類される。両者の違いは、米国景気後退の原因の違いに起因するところが大きい。前者の景気後退は、オイルショック、ITバブル崩壊という世界共通の要因によって引き起こされた。他方、後者については、南米債務問題、クレジット・クランチ(貸し渋り)問題といった米国固有の、あるいは米国に関連が深い問題が引き金となった側面が強い。今回は、米国住宅市場の調整という米国固有の要因によって引き起こされた減速であり、第2ケースに分類されよう。

もっとも現状のように、米国景気も後退には至らない程度の減速であれば、そもそも他国経済に深刻な調整は生じないのが通例である。その他、米国の為替が比較的安定している点、株価が上昇傾向を続けている点も、デカップリングが生じやすい典型的なケースと言えよう。

輸出の国別・財別構成

日本の輸出(米国向け)

	消費財	資本財	生産財	その他
1996年	23.1%	54.0%	20.0%	3.0%
2001年	31.4%	48.4%	15.7%	4.5%
2006年	36.2%	42.1%	17.5%	4.3%

日本の輸出(アジア向け)

	消費財	資本財	生産財	その他
1996年	9.1%	47.4%	40.7%	2.9%
2001年	7.7%	44.3%	43.2%	4.9%
2006年	6.6%	41.9%	45.4%	6.2%

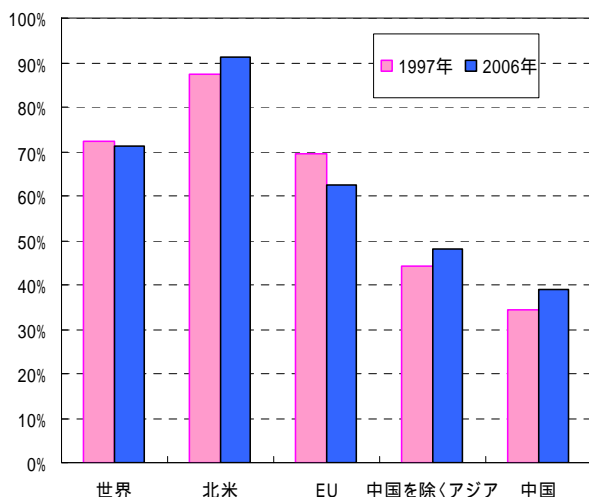
日本の輸出(アジア・米国以外)

	消費財	資本財	生産財	その他
2006年	28.9%	51.5%	15.0%	4.5%

- (注)1.日本は円ベース、米国はドルベースの名目値での比率。
 2.日本の輸出は、財務省分類で資本財に分類されている半導体等電子部品、資本財及び耐久消費財に分類されている音響・映像機器の部分品を生産財分類とした。
 3.米国の輸入におけるアジアは、中国、韓国、台湾、香港、シンガポール、タイ、マレーシア、フィリピン、インドネシアとした。

(出所)財務省、米国商務省資料より野村証券金融経済研究所作成

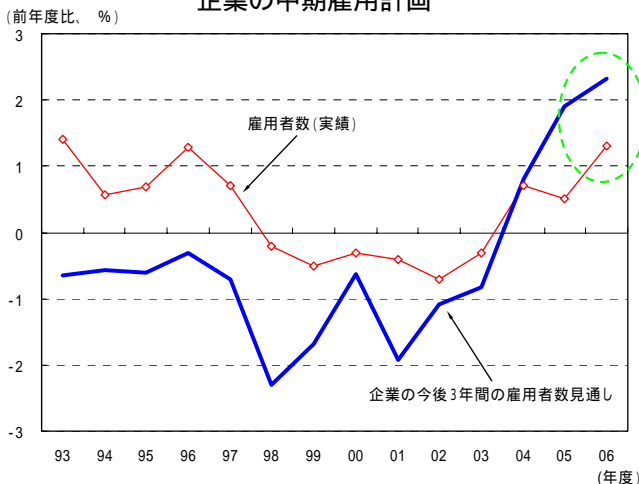
日本企業現地生産の当該国向け販売比率



- (注)1.円ベースの売上に占める割合。
 2.各数値は調査対象の見直しによって段差が生じているため、継続調査対象となっている現地法人のみの集計値で算出された前年同期比を利用して推計している。
 3.現地販売比率=(売上全体-日本向け-第三国向け)/売上全体

(出所)経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

企業の中期雇用計画



- (注)雇用者数(実績)は毎月勤労統計による。
 (出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」

日本の輸出は米国個人消費の強い影響下に

以上の議論と重なるが、米国での住宅市場の調整が予想外に長引くリスクシナリオが仮に現実になるとしても、米国個人消費の安定基調が続く限り、日本の輸出環境全体が顕著に悪化する事態は考えにくい。それは、日本の対米輸出が消費財に大きく偏っており、その傾向が趨勢的に強まっている点、他方で生産財(部品・原材料)に偏る対アジア輸出も、日本企業での現地生産を通じて米国向け消費財需要と強く結びついている点に求められる。足下ではアジア向け輸出の堅調ぶりが際立っているものの、これはアジア独自の需要に刺激されているとは言い難い。中国を中心に、アジアは日本企業の生産拠点という位置づけに大きな変化は見られない。

中期期待成長率の継続的な上昇

米国経済の調整が予想以上に長引くとしても、日本経済の安定が崩れ難いもう一つの背景として、日本企業が中期的な期待成長率を継続的に引き上げていることが挙げられる。この点は、内閣府が4月に発表(調査時点は1月)した『平成19年企業行動に関するアンケート調査』でも明らかにされた。今後3年間及び5年間の日本の実質GDP成長率(年平均)見通しはいずれも+2.1%と、1年前の同調査での同じく+1.9%から上方修正された。

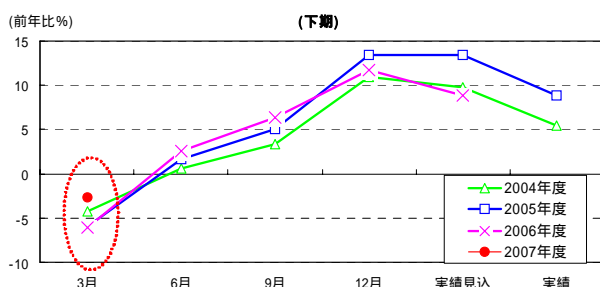
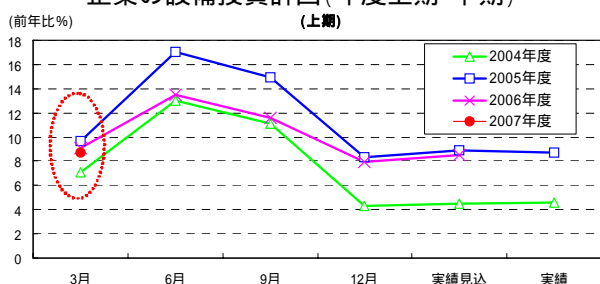
企業の中期待成長率見通しが上方修正される影響は、設備投資の拡大と雇用増加を通じた家計支出(個人消費、住宅投資)の拡大という形で、短期的なGDP押し上げ効果として表面化しやすい。今後3年間の設備投資見通し(年平均増加率)は+5.3%と、同調査による過去20年間の実績の平均値+4.4%を上回る高水準が維持されている。

また、今後3年間の雇用者数見通しは+2.3%と、1年前の調査での同+1.9%を大幅に上回り、1992年度以来の最高水準にまで達している。企業の中期待成長率見通しはなお上方修正の余地を残しており、この過程で企業の雇用意欲はさらに高められると見込まれる。

設備投資の主役は非製造業に

冒頭でも指摘したように、輸出環境の不透明感やIT分野での調整を受けて、企業は足下で設備投資を一時的に手控えている可能性がある。しかし、上記の中期見通しにも示されているように、企業の設備投資意欲は依然強い。これは4月に発表された『日銀短観』(3月調査)でも裏付けられている。特に07年度下期の投資計画は強気である。IT分野の調整一巡、輸出環境好転を景気に、設備投資は年末にかけて再び増勢を強めよう。

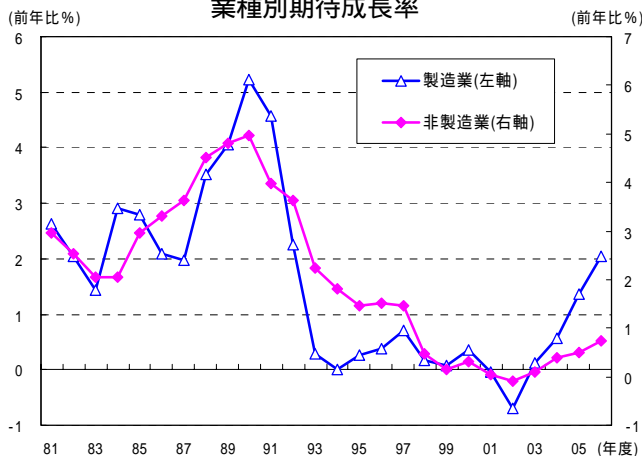
企業の設備投資計画(年度上期・下期)



(注) 1.ソフトウェアを含み、土地を除く。
2.全規模・全産業。

(出所) 日本銀行資料より、野村證券金融経済研究所作成

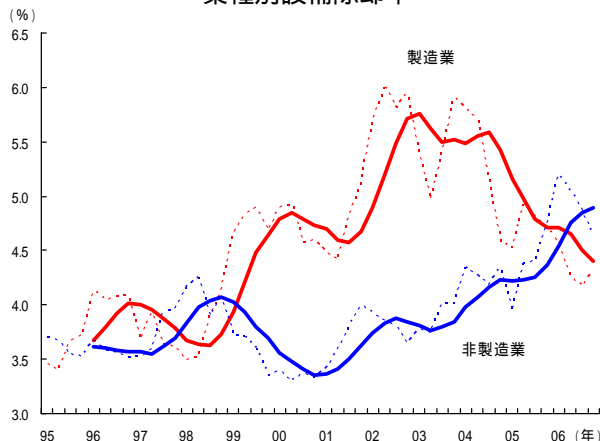
業種別期待成長率



(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、野村證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證券金融経済研究所作成

業種別設備除却率



(注) 1.除却率=(前期末資本ストック+新設設備投資-今期末背資本ストック)÷前期末資本ストック
2.民営化等による資本ストックの段差は野村證券金融経済研究所が独自に調整。
3.点線は4四半期移動平均値、実線はさらにその5四半期移動平均値。

(出所) 内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

『日銀短観』(3月調査)で2007年度の設備投資計画(全規模・全産業、含む土地)は、前年度比-0.3%となった。低めに振れやすい3月調査としては過去最高の伸び率であり、企業の設備投資意欲が依然旺盛であることを示唆した。業種別に見ると、製造業が前年度比-0.4%、非製造業が同-0.3%である。過去の3月調査と比較すると、製造業は5年振りにマイナスになっているのに対し、非製造業は過去最高の伸び率となっており、非製造業の勢いの高まりが目立つ。過去の景気拡大期の平均修正パターンに基づいて2007年度の設備投資計画の着地点を推計すると、前年度比+11.0%となる。同様に推計した2006年度実績の同+9.3%から伸びを高める形である。

企業の中長期期待成長率については、非製造業により上方余地が残されている。さらに、設備除却率のトレンドを計測すると、製造業では既に低下傾向が明確であるのに対し、非製造業では依然上昇傾向での推移を続けている。更新投資や中長期期待成長率の上昇に対応した能力増強投資の両面で、非製造業に拡大余地がより大きく残されている状況である。特に2007年度の非製造業の設備投資については、「サービス」「不動産」「運輸」の3業種の伸びが高くなりそうである。

消費者物価の下落傾向は10-12月期まで持続

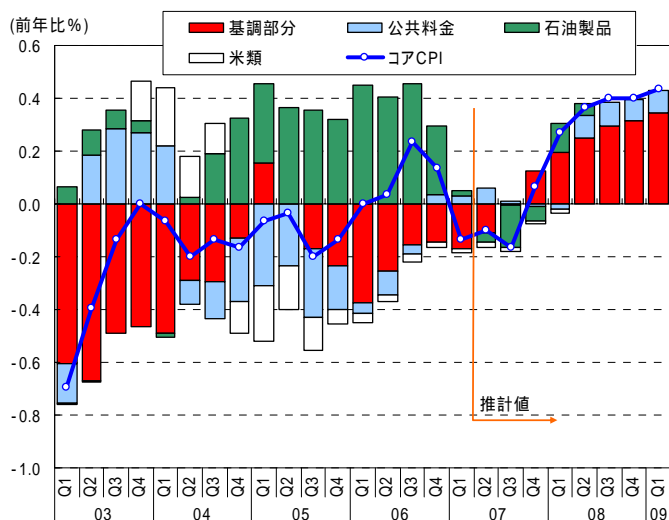
2007年2月の消費者物価(生鮮食品を除く)は前年同月比-0.1%と、10カ月振りに下落に転じた。3月には同-0.3%とさらに下落幅が拡大している。物価下落の背景としては、昨年夏場以降の原油価格下落の影響が指摘できる。それに加えて、消費者物価(生鮮食品を除く)から石油製品、公共料金、米類を除いた基調的消費者物価の改善傾向が、過去半年程度は一服していることも影響している。これは、失業率の低下傾向一服と軌を一にしている。既に指摘したように、労働需給改善傾向の一服が、賃金・物価の改善に歯止めを掛けているのが足下の状況である。

この物価下落傾向は2007年10月頃まで続く見通しであり、一時的な現象と判断するのは正しくないだろう。既述のように、輸出主導で成長率が高まり、失業率が再び低下傾向を辿ると並行して、物価は年末から来年にかけて再び上昇率を高めていくことが見込まれる。

金融政策の見通し

日銀は、現在の政策金利は著しく低い水準にあり、これを放置すれば中期的な経済・物価の安定を損なうリスクが高まるとして、政策金利の引き上げを積極的に進める考えを明らかにしている。しかし、足下で消費者物価(生鮮食品を除く)や基調的消費者物価がともに前年比

消費者物価(生鮮食品を除く)見通し



(注)1.コアCPIは生鮮食品除く消費者物価指数、公共料金には携帯電話通話料を含む。
 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。
 2.2007年1-3月期までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、WTI62.0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。
 3.四捨五入により寄与度合計と全体が一致しないことがある。水準から算出しているため、
 総務省公表の伸び率と異なる場合がある。
 (出所)総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

で下落していることを考えれば、0.5%という現在の政策金利(無担保コールレート誘導目標)が著しく低い水準とは言えないのではないか。

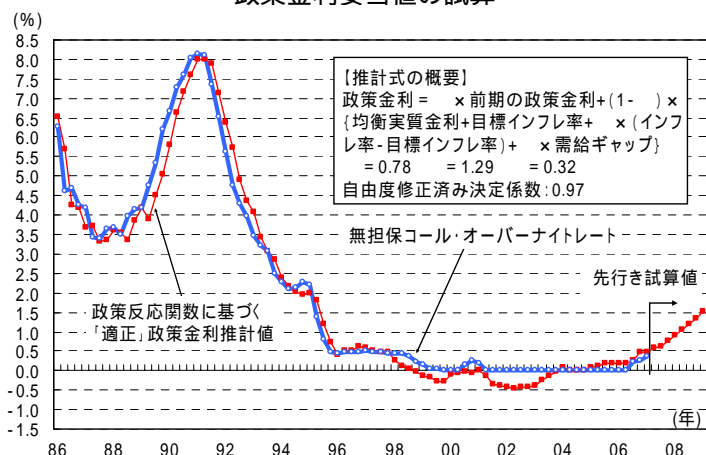
野村証券金融経済研究所の試算によれば、2004年から2006年にかけての政策金利は経済環境から導出される妥当値を下回っていたものの、2007年2月に0.50%に引き上げられたことで妥当値と一致した。

野村証券金融経済研究所の経済見通しを前提にすれば、0.75%までの政策金利引き上げが正当化されるのは2007年10-12月期である。さらに成長率、消費者物価上昇率ともに2008年度にかけて高まることを前提に、2008年度には3回の政策金利引き上げが実施され、2008年度末時点での同水準は1.50%に達すると予想する。

政策変更が上記と大きく異なるスケジュールで実施される場合には、野村証券金融経済研究所の景気・物価見通しに対して、上振れ、下振れ双方向のリスクを形成することになる。

実質成長率は2007年度+2.1%、2008年度+2.6%

政策金利妥当値の試算



(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4-6月期以降の政策金利推計値は、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計値を用いて求めた。
 (出所)各種資料より野村証券金融経済研究所作成

野村証券金融経済研究所は、2007年度の実質GDP成長率を+2.1%、2008年度を+2.6%と予測した。前回2月20日時点での見通しからそれぞれ0.1%ポイント、0.2%ポイントの小幅下方修正である。一方、名目GDPは2007年度が+2.1%、2008年度が+2.9%と、前回見通しからそれぞれ0.4%ポイントの下方修正となった。その結果、GDPデフレーターが年度平均でプラスに転じ、GDPの名実逆転が解消される時期の見通しは、2007年度から2008年度へと1年先送りした。

景気後退は回避、2008年はインフレ・リスク浮上

米国経済見通し

	(前年比,%)		
	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	3.3	2.3	3.2
国内最終需要(寄与度)	3.2	2.4	3.3
個人消費	3.2	3.4	3.1
住宅投資	-4.2	-12.7	2.4
設備投資	7.2	3.5	7.6
在庫増減(寄与度)	0.2	-0.3	0.2
純輸出(寄与度)	0.0	0.2	-0.4
輸出	8.9	5.7	9.5
輸入	5.8	2.8	8.8
政府消費及び総投資	2.1	1.3	0.5
名目GDP	6.3	4.6	5.8
経常収支(年率、10億ドル)	-873.4	-871.2	-933.5
名目GDP比(%)	-6.6	-6.3	-6.4
失業率(%)	4.6	4.5	4.4
消費者物価	3.2	2.3	2.6

(注)失業率は暦年平均値。

(出所)米国野村証券

1. 2007年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.3%となったものの、外需のテクニカルな成長押し下げ要因が影響している。国内総需要で見ると、前期比年率+2.1%に達し、2006年10-12月期の同+2.0%から減速していない。更に、直近のISM製造業・非製造業指数の結果や製造業の受注・出荷比率の低下を踏まえると、これまで景気の押し下げ要因となっていた企業の在庫調整は、最終局面に入ったと見られる。

2. これまで住宅投資が減少し、景気のもう一つの下押し要因となっていたが、住宅市場の調整も進んでおり、年後半にかけて減少局面が終わる可能性が高まっている。これら二つの成長下押し要因が一巡する年後半からは、景気拡大ペースが巡航速度に戻るものと見られる。更に、事実上2%台程度の小幅な景気減速の場合、失業率の上昇は軽微であり、所得環境の悪化から個人消費が大きく崩れるシナリオは見込み難い。米国野村証券は、2007年の成長率を前年比+2.3%と見ているが、年後半に関しては同+3%台の成長を予想する。このため、米連邦公開市場委員会(FOMC)が利下げを通じて景気を刺激する可能性は低い。

3. 2008年以降は、企業が在庫を前向きに積み上げ、生産活動を加速させるだろう。2002~2004年の状況と異なり、失業率が低水準であり、稼働率が過去の平均を上回るなど、生産能力に限界がある。能力増強のため、設備投資や雇用増が加速する可能性が高く、これらが経済成長を2007年よりも押し上げることになるだろう。もっとも、利下げや減税といった政策的な後押しが考えられないため、景気加速は1999~2000年のように急激なものにはならない。実質GDP成長率は、+3.2%と、2006年並みで、潜在成長率ないしはそれをわずかに上回るマイルドなペースと予想される。

4. 景気拡大ペースが高まるにつれ、失業率は再び低下すると見られ、労働需給の逼迫度が現在以上に高まることになるだろう。労働コスト上昇を通じたインフレ・リスクが高まることになり、米FOMCは利上げを検討することになるだろう。

5. サブプライム・ローン問題は、家計の一部に留まっており、証券化を通じたリスク分散や金融機関の引当金の水準を踏まえると、マクロ経済や金融システムの不安を招く可能性は低い。しかし、金融機関の住宅ローンの融資姿勢が厳格化したり、2月末以降に株価が調整したりするなど、市場のリスク感応度が上がり、リスク許容度が下がっている可能性は否めない。このため、FOMCの再利上げは、慎重かつ小幅なものに留められると米国野村証券では予測する。

好調が続く欧州経済

ユーロ圏経済見通し要約表

	(前年比%)		
	2006年	2007年(予)	2008年(予)
実質GDP	2.8	2.0	2.2
民間消費	1.8	1.3	1.7
政府消費	2.3	1.3	1.5
総固定資本形成	4.3	2.8	2.3
在庫増減	0.0	-0.2	-0.1
外需	0.3	0.6	0.5
輸出	8.1	6.4	8.0
輸入	7.5	5.2	7.1
HICP(消費者物価)	2.2	2.1	2.1
失業率(%)	7.8	7.5	7.4
経常収支(10億ドル)	-21	-23	47

(注)1.在庫増減、外需は成長寄与度。

2.予測は英国野村證券。

(出所)EU(欧州連合)統計局、ECB(欧州中央銀行)統計

ドイツ経済見通し要約表

	(前年比%)		
	2006年	2007年(予)	2008年(予)
実質GDP	2.7	1.6	2.0
民間消費	0.6	0.3	1.0
政府消費	1.7	0.2	0.5
総固定資本形成	5.3	4.2	3.1
在庫増減等	-0.3	0.0	0.3
外需	1.1	0.7	0.5
輸出	12.5	6.9	7.5
輸入	11.1	6.2	7.4
生計費指数	1.7	2.2	1.4
失業率	8.1	7.6	7.5
経常収支(10億ドル)	128	101	104

(注)1.在庫増減等、外需は成長寄与度。失業率はILO(国際労働機関)基準。

2.予測は英国野村證券。

(出所)ドイツ連銀統計

英国経済見通し要約表

	(前年比、%)		
	2006年	2007年(予)	2008年(予)
実質GDP	2.8	2.6	2.4
国内需要(寄与度)	3.1	3.0	2.5
個人消費	2.0	2.3	2.1
政府消費	2.4	2.3	2.4
総固定資本形成	6.5	4.9	4.1
国内最終需要	2.9	2.8	2.6
在庫投資(寄与度)	0.2	0.1	-0.2
純輸出(寄与度)	-0.4	-0.3	-0.1
輸出	11.6	2.8	10.5
輸入	11.8	3.4	9.7
消費者物価指数(CPI)	2.3	2.3	2.1
失業率(%)	5.5	5.4	5.6
経常収支(10億ドル)	-77	-89	-93

(注)1.消費者物価指数はEU統一基準ベースの消費者物価(HICP基準)。失業率は国際労働機関(ILO)基準。

2.予測は英国野村證券。

(出所)英国政府統計局

1. 2006年に高成長を記録したユーロ圏経済は、年明け後も好調を維持している。ユーロ圏の2007年1-3月期実質GDP(1次速報値)は、前年比+3.1%と2006年10-12月期の同+3.3%からは小幅減速だが、依然として高い値である。特にドイツでは、実質GDPの前年比伸び率が3四半期連続で+3%台となる等、好調ぶりが際立っている(1-3月期は同+3.6%)。一部で懸念されていたVAT引き上げの悪影響が小幅に留まる一方、設備投資の高い伸びが成長率を押し上げていると見られる。

2. 今後のユーロ圏経済に対しては、(1)米国景気の減速、(2)これまでに実施された利上げ、(3)ユーロ高が下押し圧力を加えると予想される。ただし、長期金利の顕著な上昇が見られていない点、域内貿易の比重が高まっているため実効為替レートの増価は限定的である点を踏まえると、(2)、(3)の悪影響はさほど大きなものとはならないと考えられる。ユーロ圏経済は全般に、当面減速基調を辿ると見込まれるが、減速度合いは小幅に留まる可能性が高い。

3. ユーロ圏経済全般で、2006年は設備投資が高い伸びを示したが、この動きは2007年も継続する可能性がある。背景としては、(1)ユーロ圏全体やドイツの設備稼働率が、足下で1990年以来の高水準に達していること、(2)ユーロ圏の多くの国で成長率に比べて資本ストックが不足していると試算されること、(3)資本ストック循環の観点からも、ユーロ圏全体では設備の積み増し余地が残されていると見られること、(4)2006年の高成長を受けて、企業が成長期待を強める可能性があること、等が指摘できる。設備投資の好調が続けば、2007年のユーロ圏経済が、先進国の中で相対的に高いパフォーマンスを示す事態も想定され得る。

4. 英国経済も1-3月期の実質GDP(1次速報値)が前年比+2.8%となる等、足下まで高成長を維持している。今後は、米国景気減速やこれまでの利上げの影響に加え、住宅価格の伸び率低下による資産効果の縮小が景気下押し要因になると予想される。住宅抵当ローン承認件数等の先行指標の動きを踏まえると、英国の住宅価格は2007年後半以降減速に向かうと見込まれる。

5. 当面の金融政策に関しては、ユーロ圏が6月利上げの後4.0%で据え置き、英国が現在の5.5%で据え置きとなる公算が大きいと判断している。ただし、ユーロ圏で設備投資が予想以上に高い伸びを示した場合には、ECBが年内に0.25~0.50%ポイントの追加利上げを実施する可能性が想定される。

中国・インド経済の強さが際立つ

アジア経済予測表

2007年5月14日現在

(年)	実質GDP成長率(%)				
	04	05	06(推)	07(予)	08(予)
アジアNIEs	5.9	4.8	5.4	4.7	5.2
韓国	4.7	4.2	5.0	4.4	5.1
台湾	6.1	4.0	4.6	4.4	4.9
香港	8.6	7.5	6.8	5.5	5.7
シンガポール	8.7	6.9	7.9	5.9	6.1
ASEAN4	5.9	5.2	5.4	5.4	5.5
インドネシア	5.0	5.7	5.5	6.0	5.7
マレーシア	7.2	5.2	5.9	5.9	5.7
フィリピン	6.2	5.0	5.4	5.3	5.4
タイ	6.3	4.5	5.0	4.1	5.2
中国	10.1	10.4	10.7	9.9	8.8
合計	7.9	7.5	7.9	7.2	7.0
(参考)					
NIEs+ASEAN4	5.9	4.9	5.4	4.9	5.3
インド	7.5	8.9	9.2	8.0	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	1.7	1.8	2.2
韓国	3.6	2.8	2.2	2.0	2.2
台湾	1.6	2.3	0.6	1.2	2.0
香港	-0.4	1.0	2.0	2.4	2.9
シンガポール	1.7	0.5	1.0	1.3	1.4
ASEAN4	4.3	7.1	8.2	4.1	4.2
インドネシア	6.1	10.5	13.1	6.3	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	3.0	3.5
タイ	2.8	4.5	4.6	2.1	2.2
中国	3.9	1.8	1.5	2.4	2.1
合計	3.4	2.9	2.7	2.5	2.5
(参考)					
NIEs+ASEAN4	3.0	3.8	3.8	2.6	2.8
インド	6.5	4.4	5.4	4.6	4.7

(年)	経常収支(億米ドル)				
	04	05	06(推)	07(予)	08(予)
アジアNIEs	839	813	878	959	1,015
韓国	282	166	61	37	13
台湾	185	160	252	319	342
香港	157	202	202	190	194
シンガポール	215	286	363	413	466
ASEAN4	208	144	413	545	598
インドネシア	16	3	96	152	191
マレーシア	149	200	234	259	283
フィリピン	16	20	50	72	79
タイ	28	-79	32	63	46
中国	687	1,608	2,412	2,828	3,402
合計	1,734	2,566	3,703	4,333	5,016
(参考)					
NIEs+ASEAN4	1,048	958	1,291	1,505	1,614
インド	-25	-92	-163	-185	-216

(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. 足下で輸出が減速し、アジア経済もいよいよ米景気減速の影響を受け始めた。短期的にはアジア経済は輸出減速の影響で減速を余儀なくされよう。もっとも、(1)消費者マインドがなお比較的強いこと、(2)株価など資産価格の上昇による資産効果、(3)物価安定、(4)財政政策の積極化、などにより、減速ペースは比較的緩やかなものにとどまる可能性が高い。物価安定は多くの国・地域で金融緩和を可能とし、これが景気を支える効果も期待できる。

2. もっとも、7-9月期には再び拡大軌道に乗る可能性が高い。同期には米国景気が勢いをとり戻すことが見込まれるのに加えて、世界のエレクトロニクス関連需要の回復も想定されるためである。NIEs+ASEAN4 諸国の実質GDP成長率については、2007年の見通しを前回(3カ月前)の+4.8%から+4.9%に、2008年については+5.2%から+5.3%にそれぞれ小幅に引き上げた。

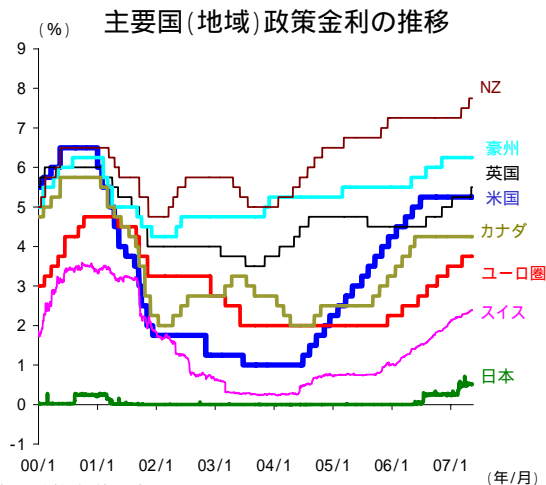
3. その一方で、中国、インド両国経済の強さが際立ってきた。まず中国については、金融引き締め政策が採られているにもかかわらず、2007年1-3月期の経済成長が前年比で+11.1%に加速した。これは、投資と民間消費の好調以上に、外需が強含みで推移した面が強い。ただし、今後予想される追加的金融引き締めの効果もあり、投資が減速に向かうと予想されることから、今後中国経済は緩やかなペースで鈍化しよう。野村国際(香港)では足下での景気好調を受けて、2007年の実質GDP成長率見通しを従来の+9.4%から+9.9%へ、2008年については+8.7%から+8.8%へ上方修正した。

4. インドでは2006年10-12月期に気象の影響で経済が悪化したが、2007年1-3月期はこの影響が剥落するため力強い経済成長が見込まれる。しかし、ルピー上昇の容認など、インフレ抑制を目標とした金融引き締め政策の影響を考慮し、2007年度の実質GDP成長率を+8.2%から+8.0%へ下方修正する。

5. 人民元為替レートについては、中国がある程度のペースでの人民元の上昇を容認しなければ、貿易摩擦が深刻化するリスクもあるため、中国政府としては足下のペースでの人民元上昇を維持する可能性が高い。野村国際(香港)では2007年末の為替レートについては7.50~7.80元/米ドル、2008年末については7.10~7.70元/米ドルを予想している。

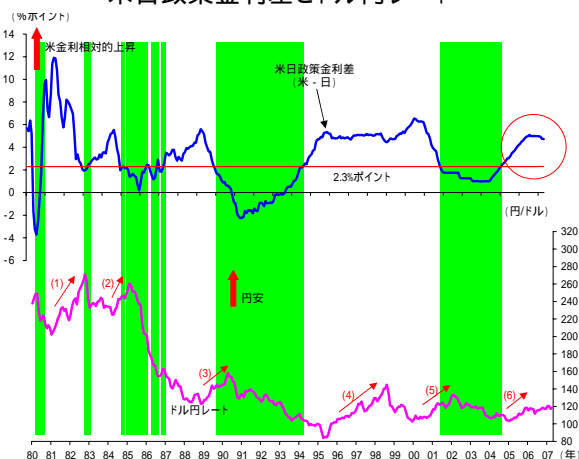
6. リスク要因としては、引き続き米国景気の減速を最大のものとして認識しておく必要があろう。

円安環境の継続が見込まれる



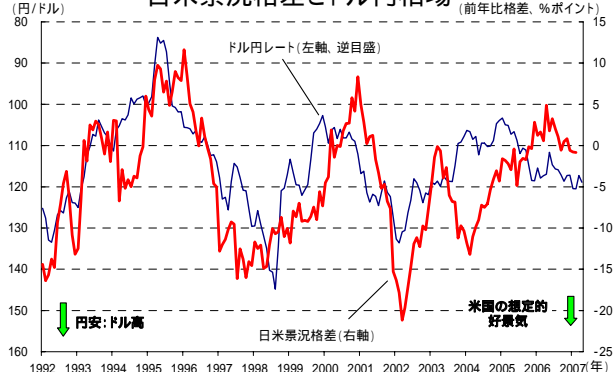
(注) 各国政策金利は以下のとおり。
 ニュージーランド(NZ): オフィシャル・キャッシュ・レート、豪州: オフィシャル・キャッシュ・レート、英国: オフィシャル・バンク・レート、米国: 翌日物銀行間金利、ユーロ圏: 短期オベ最低応札金利、米国: フェデラルファンド・レート、スイス: 3カ月 LIBOR、日本: 無担保コール翌日物レート
 (出所) データストリーム資料より野村証券金融経済研究所作成

米日政策金利差とドル円レート



(注) 1. 網掛け部分は米日政策金利差が2.3%ポイント以下の期間。
 2. 2.3%ポイントは投機筋の対円でのドル持ち高において、買い持ち超過と売り持ち超過を隔てる分水嶺と試算される米日金利差で、2.3%程度以上確保されている時期には円安ドル高を記録しやすい(86年以降のドル円レート及びフェデラルファンド金利と無担保翌日物コールレートから算出)。
 3. 政策金利は、米国: フェデラルファンド金利、日本: 無担保コール翌日物レート(85年6月以前は有担保翌日物コールレート)。
 (出所) 日本財務省資料より野村証券金融経済研究所作成

日米景況格差とドル円相場



(注) 1. 景気先行指数は日米共に OECD(経済協力開発機構)に準拠、内閣府景気動向調査による手法を使用して野村証券金融経済研究所が合成。
 2. 日米景況格差は、景気先行指数の前年比上年率の差。
 (出所) データストリームより野村証券金融経済研究所作成

1. 2005年以降、為替市場では主要通貨に対して緩やかな円安傾向が足下まで続いている。対ドルでは世界同時株安を契機に、一時115円台の円高水準を記録したが、足下では120円台へと下落、対ユーロでは160円超の史上最安値近辺で推移している。

2. この間、主要通貨間の強弱関係は、概ね政策金利の動向に左右されてきた。欧州通貨やオセアニア通貨など、金利先高感の強い通貨が堅調に推移する一方で、利下げ観測が根強いドルは、主要通貨に対して軟調傾向にある。昨年、日本銀行は遂に利上げ方向へと金融政策の舵を切ったが、政策金利が主要国中最低水準にあり、日銀の利上げペースが緩慢であるとみられることから、円借り取引継続期待や対内投資の為替ヘッジ比率の上昇と対外投資のヘッジ比率の低下、個人投資を中心とした対外証券投資の拡大などを背景に、円は依然として下押し圧力に晒されている。

3. 1980年以降のドル円相場と米日政策金利差の関係をみると、日米間に平均2.3%ポイント(米-日)以上の金利差が確保されている状況下では、円安傾向が続き易いことが分かる。日銀による利上げは非常に緩やかなペースに留まるとみられること、米国が大幅な利下げを実施する可能性は非常に低いことに鑑みれば、年末までを視野に入れても、円安圧力が解消するような水準まで金利差が縮小する可能性は限定的である。

4. 米国景気の減速を背景に、ドル安を懸念する向きもある。米国の1-3月期の実質成長率は、前期比年率1.3%と約4年振りの低成長に留まった。ただし、景気先行指数を用いて日米の景況格差を比較すると、相対的景況感は米国が日本を上回っており、直ちにドル安圧力が台頭するような状況にはない。景気に半年から1年程度先行するとみられる株価動向をみても、米国が日本を上回り、好調に推移している。サブプライム・ローン問題等を背景に、当面は米国景気失速懸念が払拭し難い状況が続こうが、ドル円相場のトレンドを転換させる事態には至らないと思われる。

5. 総じて、07年もドル円相場を巡る環境が大きく転換する可能性は低く、緩やかな円安が継続すると見込まれる。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カ月間の平均値に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