

2007 年度～2008 年度の経済見通し

日本経済：『ターニング・ポイント』に近づく日本経済

2007 年度実質 GDP 成長率：+2.2%（前回 2007 年 5 月 22 日：+2.1%）

2008 年度実質 GDP 成長率：+2.6%（前回 2007 年 5 月 22 日：+2.6%）

2007 年 8 月 16 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8月16日時点]

[前回:2007年5月22日時点]

		2006年度	2007年度	2008年度	2007年度	2008年度
			(予)	(予)	(予)	(予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	+2.1	+2.2	+2.6	+2.1	+2.6
	<内需寄与度>	<+1.3>	<+1.4>	<+2.6>	<+1.5>	<+2.4>
	<民間内需>	<+1.6>	<+1.6>	<+2.5>	<+1.6>	<+2.5>
	<公的内需>	<-0.3>	<-0.1>	<+0.0>	<-0.2>	<-0.1>
	<外需寄与度>	<+0.8>	<+0.7>	<+0.1>	<+0.5>	<+0.2>
	民間最終消費支出	+0.7	+1.6	+2.5	+1.7	+2.4
	民間住宅投資	+0.4	+0.1	+5.1	+1.6	+4.8
	民間企業設備投資	+8.0	+5.3	+6.0	+4.0	+7.3
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.0>	<-0.2>	<+0.0>	<+0.0>	<-0.1>
	政府消費	+0.9	+0.6	+0.7	+0.7	+0.7
	公的固定資本形成	-9.6	-6.5	-3.0	-6.8	-5.5
	財貨・サービス輸出	+8.2	+6.4	+6.5	+5.7	+6.6
	財貨・サービス輸入	+3.3	+2.3	+8.4	+2.8	+7.4
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+1.8>	<+1.7>	<+1.8>	<+1.7>
		名目国内総支出	+1.4	+2.2	+3.0	+2.1
	GDPデフレーター	-0.7	+0.0	+0.3	+0.0	+0.3
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	+4.8	+2.9	+4.9	+2.7	+4.6
	国内企業物価	+2.8	+2.4	+1.1	+1.1	+0.5
	消費者物価	+0.3	+0.1	+0.5	+0.1	+0.5
	除く生鮮食品	+0.1	+0.1	+0.5	+0.0	+0.4
	完全失業率(%)	4.1	3.6	3.4	3.9	3.4
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.0	11.5	10.5	11.4	11.2
	貿易収支(兆円)	10.5	13.0	12.3	12.8	12.8
	貿易・サービス収支(兆円)	8.2	10.8	10.1	10.4	10.4
	経常収支(兆円)	21.2	26.0	25.6	25.1	26.1
	同上(億ドル)	1804.2	2158.7	2133.3	2092.5	2171.2
	<対名目GDP比、%>	<+4.1>	<+5.0>	<+4.8>	<+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

経済見通し前提表

	2007年度	2008年度
ドル円相場(年度平均)	120.3	120.0
無担保コール・オーバーナイト(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)	70.6	73.0
米国の実質GDP成長率(前年比%)	2.0	3.3

(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	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	305,523.6	308,092.1	309,172.3	309,551.0	310,363.1	311,782.4	313,473.3	315,742.0	318,122.2	323,973.6
(前期比)	1.1	0.8	0.4	0.1	0.3	0.5	0.5	0.7	0.8	1.8
(前年同期比)	0.4	1.4	1.4	2.4	1.6	1.2	1.4	2.0	2.5	3.9
民間住宅投資	18,738.9	18,593.1	17,945.7	18,502.0	18,761.0	19,042.5	19,194.8	19,386.7	19,600.0	19,894.0
(前期比)	1.7	-0.8	-3.5	3.1	1.4	1.5	0.8	1.0	1.1	1.5
(前年同期比)	0.9	-0.4	-2.5	0.4	0.1	2.4	7.0	4.8	4.5	4.5
民間企業設備投資	90,254.4	90,566.5	91,663.8	92,534.6	94,149.3	95,787.5	97,320.1	98,585.3	99,768.3	100,865.8
(前期比)	2.8	0.3	1.2	0.9	1.7	1.7	1.6	1.3	1.2	1.1
(前年同期比)	10.9	7.2	5.6	5.3	4.3	5.8	6.2	6.5	6.0	5.3
民間在庫投資	1,442.2	1,266.8	547.1	500.0	300.0	400.0	300.0	500.0	800.0	1,100.0
(前期比寄与度)	(-0.1)	(0.0)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(-0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
政府最終消費支出	95,800.9	95,619.8	95,923.0	96,114.8	96,313.3	96,512.1	96,705.1	96,837.0	96,969.2	97,101.5
(前期比)	0.1	-0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
(前年同期比)	1.3	1.2	0.7	0.4	0.5	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
公的固定資本投資	22,040.5	21,755.6	21,291.2	20,544.2	20,194.9	20,053.6	19,965.3	19,897.4	19,809.9	19,722.7
(前期比)	3.7	-1.3	-2.1	-3.5	-1.7	-0.7	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4
(前年同期比)	-8.9	-8.0	-5.2	-3.4	-8.4	-7.8	-6.2	-3.1	-1.9	-1.6
公的在庫投資	253.6	193.2	248.3	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	21,645.9	23,892.5	24,153.9	24,973.5	25,595.2	25,994.9	25,850.3	26,112.8	25,670.9	24,860.8
(前期比寄与度)	(0.1)	(0.4)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(-0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
(前期比)	3.7	10.4	1.1	3.4	2.5	1.6	-0.6	1.0	-1.7	-3.2
(前年同期比)	18.6	25.3	27.7	19.5	17.9	8.9	7.0	4.6	0.5	-4.7
輸出	82,197.4	84,990.3	85,719.1	86,662.0	87,702.0	89,236.7	90,843.0	92,423.7	93,754.6	94,917.1
(前期比)	0.9	3.4	0.9	1.1	1.2	1.8	1.8	1.7	1.4	1.2
(前年同期比)	6.5	7.3	7.5	6.4	6.7	5.0	6.0	6.6	6.9	6.4
輸入	60,551.5	61,097.8	61,565.3	61,688.5	62,106.7	63,241.9	64,992.7	66,310.9	68,083.6	70,056.3
(前期比)	-0.1	0.9	0.8	0.2	0.7	1.8	2.8	2.0	2.7	2.9
(前年同期比)	2.6	1.8	1.2	1.8	2.6	3.5	5.6	7.5	9.6	10.8
実質国内総生産	555,074.4	559,422.1	560,175.4	562,223.9	565,204.0	569,130.7	572,392.2	576,678.1	580,386.3	587,217.5
(前期比)	1.3	0.8	0.1	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7	0.6	1.2
(前期比年率)	5.4	3.2	0.5	1.5	2.1	2.8	2.3	3.0	2.6	4.8
(前年同期比)	2.2	2.5	2.3	2.6	1.8	1.7	2.2	2.6	2.7	3.2
GDPデフレーター	92.5	92.1	92.2	92.3	92.4	92.6	92.6	92.5	92.6	92.8
(前年同期比)	-0.5	-0.3	-0.3	-0.1	-0.1	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2
鉱工業生産(2000年=100)	108.9	107.5	107.7	109.7	110.7	112.1	113.3	114.6	116.0	117.7
(前期比)	2.2	-1.3	0.2	1.8	1.0	1.3	1.1	1.1	1.2	1.5
(前年同期比)	5.3	3.6	2.4	2.9	1.7	4.3	5.2	4.5	4.8	5.0
国内企業物価(2000年=100)	101.4	101.2	102.7	103.0	104.1	104.6	104.7	104.7	104.8	104.8
(前期比)	-0.3	-0.2	1.5	0.4	1.0	0.5	0.1	0.0	0.0	0.1
(前年同期比)	2.6	1.9	2.3	1.4	2.7	3.4	2.0	1.6	0.7	0.2
消費者物価指数(総合)(2005年=100)	100.2	100.0	100.2	100.2	100.4	100.6	100.7	100.7	100.9	101.0
(前期比)	-0.3	-0.2	0.2	0.0	0.2	0.1	0.2	0.0	0.2	0.1
(前年同期比)	0.3	-0.1	-0.1	-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	100.1	100.3	100.5	100.6	100.5	100.7	100.9
(前期比)	-0.1	-0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.2	0.2
(前年同期比)	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
失業率	4.0	4.0	3.8	3.7	3.6	3.5	3.5	3.4	3.3	3.2

(注)1.ことわりがない時は、10億円単位。比率は%。

2.2007年4-6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

『ターニング・ポイント』に近づく日本経済

1. 2007年4-6月期の実質GDP成長率（1次速報）は、前期比+0.1%（前期比年率換算値+0.5%）と、1-3月期の同+0.8%（同+3.2%）を大幅に下回り、日本経済が依然として軽い踊り場局面にあることが示唆された。4-6月期を底に成長率は、今後持ち直し方向に転じると予想するが、成長率が年率+2%を超えて踊り場脱却が確認できるのは、10-12月期となろう。2007年度実質GDP成長率見通しを+2.2%と、前回見通し（5月時点）から0.1%ポイント上方修正、2008年度については+2.6%と前回見通しと同水準とした。

2. 野村證券金融経済研究所はかねてより、日本経済の踊り場脱却を阻む要因として以下3つのハードルを指摘してきた。第1が輸出の増勢鈍化、第2がIT・デジタル分野の調整、第3が個人消費の下振れ、である。前者2点に関しては、足下で解消の兆しが見られ始めている。それを映し、GDP成長率に先駆け、鉱工業生産は7-9月期に踊り場を脱する可能性が高まっている。

3. 一方で、個人消費の弱さが足下で際立っている。住民税引き上げ、ガソリン・食料品の値上げ、天候不順などがその背景に挙げられる。いずれも一時的な側面が強い点に留意しておきたい。他方、所得環境の鍵を握る失業率が、足下で予想外の低下を示している点は見逃せない。消費を抑制する諸要因が剥落する一方、輸出環境の安定、製造業部門の持ち直しを契機に企業の雇用姿勢が積極化することに刺激され、個人消費は秋口から年末にかけて緩やかに持ち直そう。

4. 日本経済を取り巻く外部環境の変化として、米国サブプライム・ローン問題に端を発する世界的な金融市場の動揺と、7月末の参院選での民主党躍進の2点が、今後の経済に与える影響について検討が必要である。前者については、8月に入り、各国金融当局が緊急資金供給を通じて安定化へと積極的に乗り出したが、これは事態収拾に向けた大きな一歩と前向きに捉えておきたい。過去20年間の例を振り返れば、金融市場の動揺、一部信用収縮の動きを契機に、世界経済が失速するような深刻なダメージが生じたことはない。輸出環境の安定は今後も持続しよう。

5. 参院選で野党・民主党が躍進し、過半数を獲得したことから、法人税率引き下げ、消費税率引き上げなど、税制改正のスケジュールが後ずれする可能性は否定できない。マニフェストに見る同党の経済政策は左寄りの傾向を強めたが、これは一時的な選挙戦略の側面が強いだろう。民主党躍進という政治情勢の変化を受けてもなお、税制改革を含め日本の経済政策全般が大きな転換を迫られると考えるのは早計と言える。

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	+2.1	+2.2	+2.6
	<内需寄与度>	<+1.3>	<+1.4>	<+2.6>
	<民間内需>	<+1.6>	<+1.6>	<+2.5>
	<公的内需>	<-0.3>	<-0.1>	<+0.0>
	<外需寄与度>	<+0.8>	<+0.7>	<+0.1>
	民間最終消費支出	+0.7	+1.6	+2.5
	民間住宅投資	+0.4	+0.1	+5.1
	民間企業設備投資	+8.0	+5.3	+6.0
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.0>	<-0.2>	<+0.0>
	政府消費	+0.9	+0.6	+0.7
	公的固定資本形成	-9.6	-6.5	-3.0
	財貨・サービス輸出	+8.2	+6.4	+6.5
	財貨・サービス輸入	+3.3	+2.3	+8.4
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+1.8>	<+1.7>
名目国内総支出	+1.4	+2.2	+3.0	
GDPデフレーター	-0.7	+0.0	+0.3	
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	+4.8	+2.9	+4.9
	国内企業物価	+2.8	+2.4	+1.1
	消費者物価	+0.3	+0.1	+0.5
	除く生鮮食品	+0.1	+0.1	+0.5
完全失業率(%)	4.1	3.6	3.4	
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.0	11.5	10.5
	貿易収支(兆円)	10.5	13.0	12.3
	貿易・サービス収支(兆円)	8.2	10.8	10.1
	経常収支(兆円)	21.2	26.0	25.6
	同上(億ドル)	1804.2	2158.7	2133.3
<対名目GDP比、%>	<+4.1>	<+5.0>	<+4.8>	

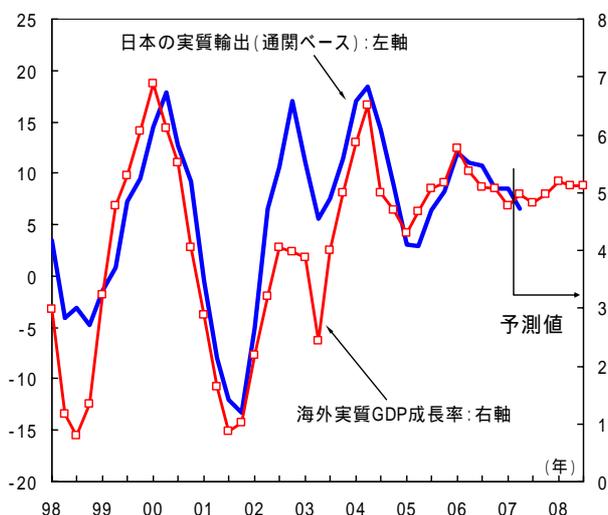
(注) ことわりがない限り、前年度比%。
(出所) 野村證券金融経済研究所

実質 GDP の内訳

	2006年 1-3月期	4-6月期	7-9月期	10-12月期	2007年 1-3月期	2007年 4-6月期
実質GDP[年率]	2.5	1.7	0.2	5.4	3.2	0.5
実質GDP	0.6	0.4	0.1	1.3	0.8	0.1
実質GDP[前年同期比]	3.0	2.1	1.4	2.2	2.5	2.3
内需寄与度	0.5	0.5	-0.3	1.2	0.4	0.1
うち民間需要	0.6	0.6	-0.2	1.0	0.5	0.1
うち公的需要	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.0
外需寄与度	0.1	-0.1	0.4	0.1	0.4	0.0
個人消費	0.0	0.4	-0.9	1.1	0.8	0.4
住宅投資	0.6	-1.5	0.1	1.7	-0.8	-3.5
設備投資	3.9	2.9	1.1	2.8	0.3	1.2
民間在庫[寄与度]	0.1	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1
政府消費	0.0	0.8	0.5	0.1	-0.2	0.3
公共投資	-2.2	-5.9	-4.9	3.7	-1.3	-2.1
公的在庫[寄与度]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	2.4	0.7	2.2	0.9	3.4	0.9
輸入	1.9	1.3	-0.4	-0.1	0.9	0.8
名目GDP[年率]	1.0	0.9	-0.3	5.9	1.6	1.1
名目GDP	0.3	0.2	-0.1	1.4	0.4	0.3
名目GDP[前年同期比]	1.6	1.0	0.7	1.7	2.2	2.0
デフレーター[前年同期比]	-1.3	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3

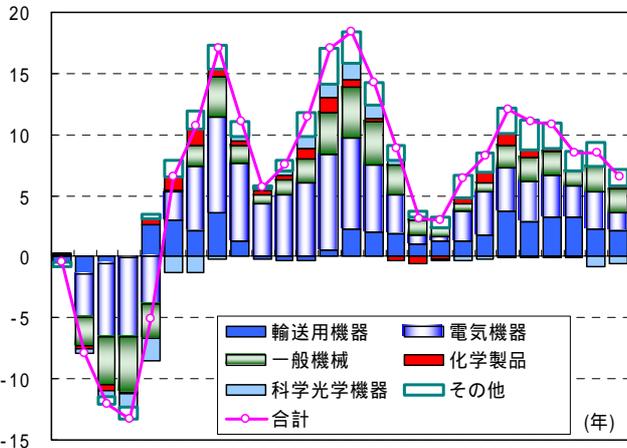
(注)特にことわりが無いものは前期比%。
(出所)内閣府、野村証券金融経済研究所

(前年比 %) 海外成長率と輸出動向 (前年比 %)



(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。
2.海外実質GDPは2007年4-6月期以降、野村証券金融経済研究所による予測値。
(出所)各種資料より野村証券金融経済研究所作成

(前年比寄与度%) 品目別輸出数量



(注)実質輸出は、品目ごとに対応する輸出物価指数、国内企業物価指数で実質化した。
(出所)財務省「貿易統計」及び日本銀行「企業物価指数」より野村証券金融経済研究所作成

踊り場脱却の時期は10-12月期

2007年4-6月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比+0.1%(前期比年率換算値+0.5%)と、1-3月期の同+0.8%(同+3.2%)を大幅に下回り、日本経済が依然として軽い踊り場局面にあることが示唆された。4-6月期GDP統計を最も特徴づけたのは個人消費の弱さであり、実質個人消費は前期比+0.4%と、前期の同+0.8%を大きく下回っている。

4-6月期を底に、成長率は今後持ち直し方向に転じると予想する。7-9月期には、輸出の回復傾向がより明確になる。しかし、個人消費の弱さはなお残るため、同期の実質GDP成長率は前期比年率+1%台半ば程度と、なお力強さを欠こう。成長率が年率+2%を超え、踊り場脱却が確認できるのは10-12月期と見ておきたい。

今回、2007年度実質GDP成長率見通しを+2.2%と、前回5月時点での見通しから0.1ポイント上方修正、2008年度については+2.6%と、前回見通しと同水準とした。

徐々に低下する「3つのハードル」

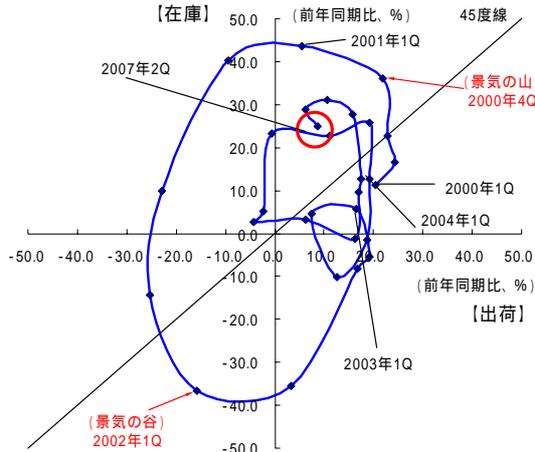
野村証券金融経済研究所はかねてより、日本経済の踊り場脱却を阻む要因として以下の3点を挙げてきた。これがいわば「3つのハードル」である。第1が輸出の増勢鈍化、第2がIT・デジタル分野の調整、第3が個人消費の下振れ、である。このうち前者2点に関しては、足下で解消の兆しが見られ始めた点に注目したい。

輸出環境に安定化の兆し

米国を中心とする海外での成長率鈍化を映して、輸出の増加率は2006年年初をピークに緩やかな低下基調を辿ってきた。特に、最新2007年4-6月期の輸出の弱さは際立ち、実質財輸出(当社試算値)は前期比+0.1%と2001年10-12月期以来の低水準、即ち今次景気回復局面では最低水準を記録している。品目別には、自動車輸出(実質値)が1-3月期の前期比+2.3%から4-6月期は同-0.8%、半導体等電子部品の輸出(同)が同+8.9%から同-8.1%へとそれぞれ大きく落ち込んだのが特徴的だ。

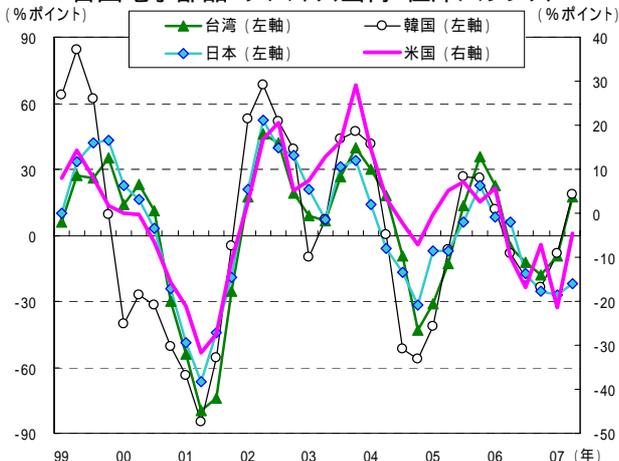
しかし、月次の動きに注目すれば、輸出に安定化の兆しも垣間見える。4月の実質輸出は前年同月比+4.2%と、2005年7月以来の低水準に達したが、最新6月分では同+8.5%まで持ち直している。海外の成長率も今後緩やかに高まると見込まれることから、輸出の増加率は下げ止まりから緩やかに上昇傾向に転じつつあるのが現状であろう。5、6月の統計では、特に自動車輸出の回復傾向がより鮮明となっている。

IT・デジタル分野の在庫循環



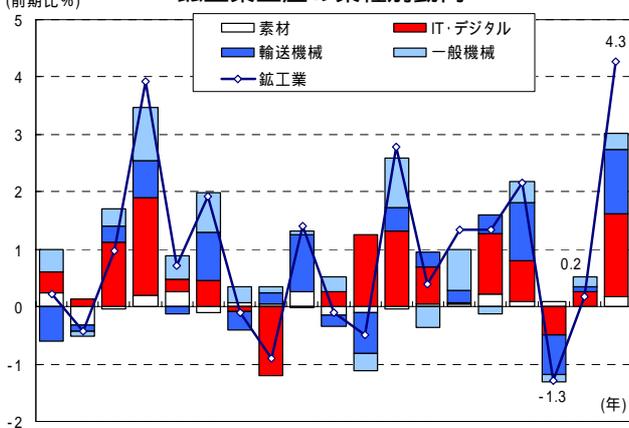
(注)1. '景気の山'、'景気の谷'は内閣府の景気基準日付による。
 2. 情報化関連財(経済産業省発表)は情報化資本財と情報化生産財の合計。
 (出所) 経済産業省の統計より野村証券金融経済研究所作成

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4-6月期は4-5月実績に基づく野村証券金融経済研究所の試算値。
 (出所) トムソン・データストリーム、CEICより野村証券金融経済研究所作成

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. 直近2ヶ月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)。
 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) 経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

調整一巡を兆す IT・デジタル分野

2007年4-6月期のIT・デジタル分野(情報化関連財)の在庫及び出荷の動向を見ると、在庫(期末値)は前年同期比+25.1%と1-3月期の同+28.8%を下回る一方、出荷(平均値)は前年同期比+7.5%と1-3月期の同+5.2%を上回った。在庫の増加率低下はこれで2四半期連続、出荷の増加率上昇は1年振りのことである。在庫の増加率低下と出荷の増加率上昇という組み合わせで在庫調整の進展が示唆されたのは、実に7四半期振りのことである。日本経済にとって、IT・デジタル分野の調整という重石が、次第に除かれつつある状況と見られる。

IT・デジタル分野での在庫調整進展は、海外でもより鮮明となってきた。同分野の川上に位置する電子部品・デバイス工業の出荷在庫バランス(出荷の前年同期比-在庫の前年同期比)を見ると、韓国及び台湾では4-6月期にプラスに転じ、米国でも改善方向の動きが見られる。同地域向け関連財の輸出回復を通じて、その好影響が今後、日本のIT・デジタル分野にも波及しよう。

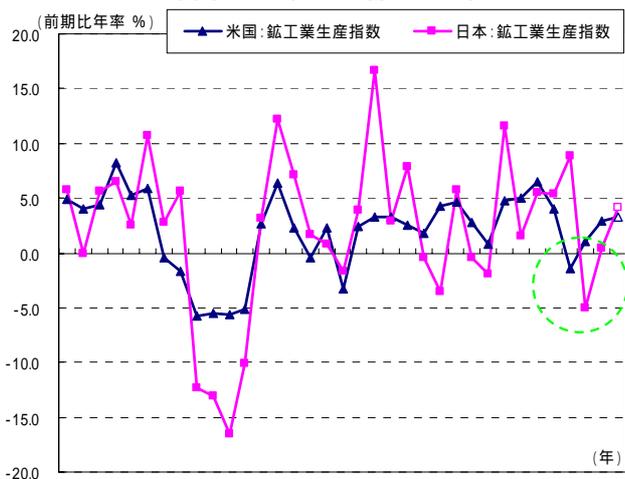
鉱工業生産には踊り場脱却の兆候

GDP成長率に先駆けて、鉱工業生産は7-9月期に踊り場を脱する可能性が高まっている。6月の鉱工業生産は前月比+1.3%の大幅増加を記録したが、生産予測調査によれば7月は同+1.8%、8月は同+4.9%と、さらに大幅増加が見込まれている。上記の輸出環境の安定化とIT・デジタル分野の持ち直しがその背景にあらう。実際7-9月期に顕著な持ち直しが見込まれる業種は、自動車を含む輸送機械とIT・デジタル分野である。

予測調査に基づく鉱工業生産の7、8月の平均水準(実現率、予測修正率による調整を含む)は、4-6月平均比+4.3%と計算される。ただし、過去の経験を踏まえれば、実際の生産活動はこの試算値を下回る可能性が大きいことに加え、7月の新潟県中越沖地震の影響も考慮する必要がある。地震では自動車部品メーカーが被災し、その影響で自動車の生産を休止する工場が相次いだ。波及効果も含めると、その影響で7月の鉱工業生産全体は1.6%程度押し下げられたと試算される。しかし、生産減少分は、休日の振替生産によって9月までには概ね取り戻される見込みであり、その結果、7-9月期の生産活動の平均水準は、地震の影響を大きく受けないことになる。

こうした点を考慮すれば、7-9月期の鉱工業生産は、1-3月期の前期比-1.3%、4-6月期の同+0.2%を大幅に上回り、踊り場脱却を示唆する可能性が高い。

日米鉱工業生産活動の比較



(注) 7-9月期は市場予測のコンセンサス。
 (出所) 経済産業省、FRB(米連邦準備制度理事会)、Blue Chip Economic Indicators、ブルームバーグ

米国製造業回復の恩恵が日本に

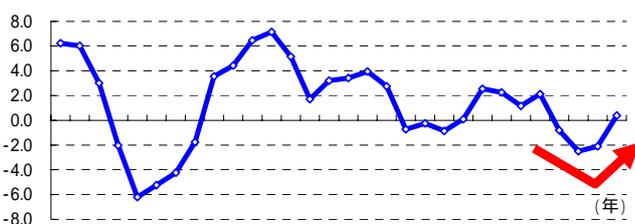
米国製造業の生産活動は、年初から予想外の急速な改善を見せており、輸出を通じて日本の製造業にも今後、恩恵が及ぶと見込まれる。過去のデータに基づいて検証したところ、日本の製造業の生産活動が最も強く連動しているのは、米国の耐久消費財の生産活動である。米国の耐久財生産は2007年4-6月期に改善傾向を鮮明にしたが、これは今後、段階的に日本の製造業の生産押し上げ効果を発揮しよう。

米国耐久財生産と日本の製造業の業種別時差相関分析の結果によれば、2007年7-9月期には電子部品・デバイス工業、10-12月期には鉄鋼業、電気機械工業、化学工業、2008年1-3月期には金属製品工業、一般機械工業、情報通信機械工業などに、それぞれプラスの効果の本格的に及ぶと試算される。

米国耐久消費財生産回復の日本への影響

(前年同期比、%)

米国耐久消費財生産



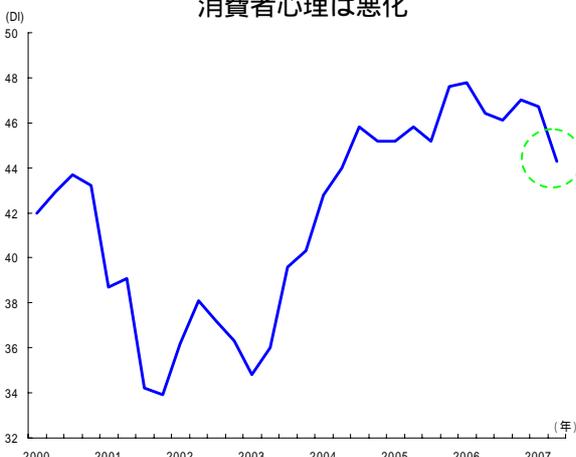
米国耐久消費財生産動向の日本製造業への影響とそのラグ



(注) 日本鉱工業生産指数の各業種における前年比と、米国鉱工業生産の耐久消費財における前年比の時差相関を推計し、作成した。

(出所) 連邦準備制度理事会 (FRB)、経済産業省資料より野村證券金融経済研究所作成

消費者心理は悪化



(注) 1.一般世帯、季節調整値。

2.50を下回るDIIは、過半の家計が消費環境が「悪くなる」と答えている状況に対応する。

(出所) 内閣府「消費動向調査」

個人消費の弱さに注目

このように製造業部門に持ち直し傾向が広がる一方、既に指摘したように、個人消費の弱さが際立っているのが現状である。4-6月期 GDP 統計で、実質個人消費は前期比+0.4%と、2006年10-12月期の前期比+1.1%、2007年1-3月期の同+0.8%から大幅減速を記録した。

さらに、消費者心理が7月まで悪化傾向を辿ったことが、最新の『景気ウォッチャー調査』、『消費動向調査』でも明らかとなっている。消費者心理悪化の背景としては、6月の住民税引き上げ、定率減税廃止、ガソリン・食料品の値上げ、年金問題、新潟中越沖地震、梅雨明けの遅れ、天候不順などが挙げられる。ただし、いずれも一時的な側面が強い点に留意しておきたい。

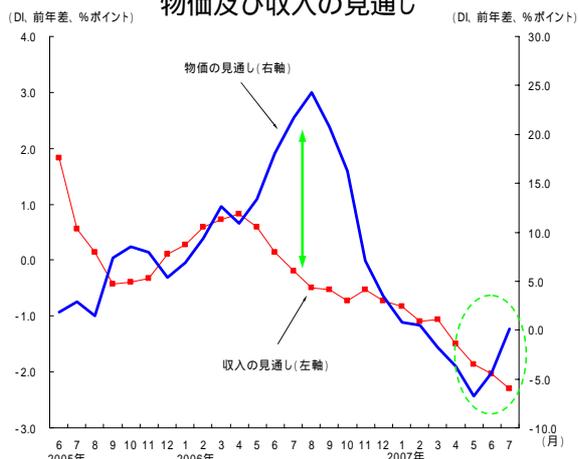
『消費動向調査』は、消費者が物価上昇懸念を急速に強めていることを示唆しており、これが個人消費の弱さの一因を成している。物価上昇観測が強まる一方で、所得見通しは改善していないことから、購買力低下懸念が生じ、これが消費者心理を悪化させていよう。

物価上昇見通しの高まりは、耐久財の前倒し購入など個人消費活動にプラスの効果を生じさせる場合もある。しかし、それは物価上昇見通しが所得増加見通しと結びついている場合であり、足下の労働市場の環境はなお明確な所得増加見通しをもたらすには至っていない状況である。

個人消費は年末にかけて持ち直しへ

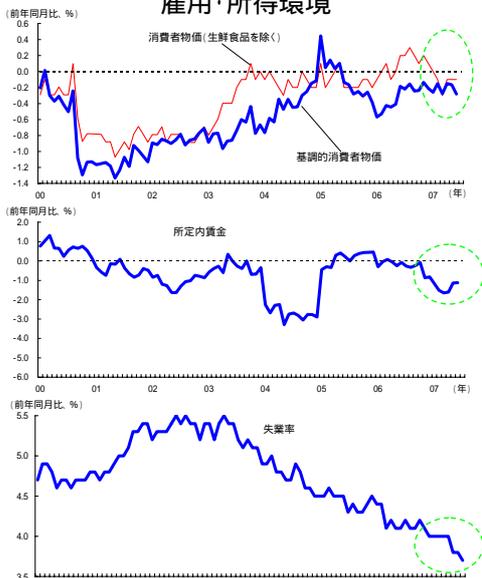
しかし、賃金、物価、そして個人消費を大きく左右する失業率が、足下で予想外の低下を示している点は見逃せない。失業率は2006年11月から2007年3月まで5ヶ月の間4.0%の水準で横這ったが、4月には3.8%、

物価及び収入の見通し



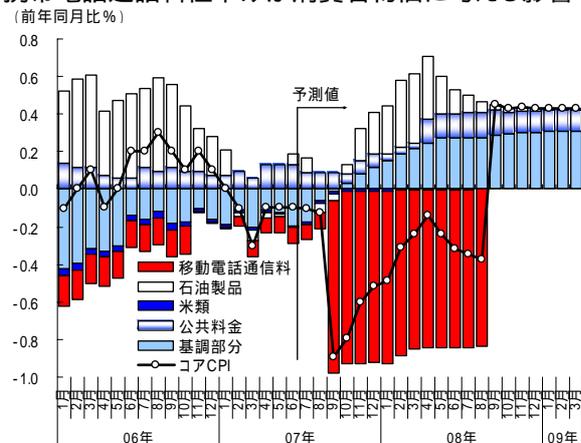
(注)「物価の見通し」および「収入の見通し」は、「上昇する」という回答比率から「低下する」という回答比率を引いたもの。3ヶ月移動平均値。
 (出所)内閣府「消費動向調査」より野村証券金融経済研究所作成

雇用・所得環境



(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、内閣府統計より野村証券金融経済研究所作成

携帯電話通話料値下げが消費者物価に与える影響



(注)1.コアCPIは全国の生鮮食品除く消費者物価指数。公共料金には移動電話通話料を除く。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6月までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、WTIが73.0ドル/バレル、円ドルレートが120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。
 4.2007年9月以降、移動電話通信大手3社の基本料金を50%割引くサービスが、消費者物価指数に反映されると仮定。
 (出所)総務省、移動電話通信各社資料より野村証券金融経済研究所作成

6月には3.7%へと低下した。これに呼応するように、労働需給で決まる傾向が強い所定内給与にも、幾分安定化の兆しが見られ始めている。

個人消費を押し下げる一時的な諸要因が剥落する一方、輸出環境の安定化、製造業部門の持ち直しを契機に、企業の雇用姿勢が積極化することに刺激され、個人消費は秋口から年末にかけて緩やかに持ち直そう。

賃金を加速させやすい分岐点となる構造的失業率は3%台半ばと推定されるが、失業率が来年前半にかけてその水準に接近する中、賃金には上昇圧力が徐々に高まる。これを背景に、自律性を強める個人消費が景気全体を支える新たな拡大局面へと日本経済は移行しよう。

消費者物価の前年比上昇は秋に実現か

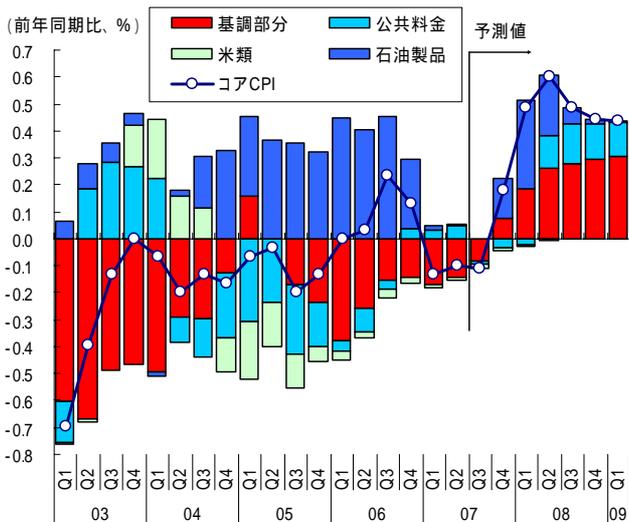
成長率の高まり、失業率の低下、それに伴う賃金の持ち直し等を映して、2月以降、前年比で下落基調にある消費者物価(生鮮食品を除く、以下同様)は、10月頃から再び上昇基調に復すると予想される。

しかし、今のところは、物価の基調に改善の兆しは見られていない。最近では各種報道で、マヨネーズ、食用油など食料品やガソリン価格の値上げが大きく取り上げられるようになってきた。これを受けて、既に指摘したように消費者の間で物価上昇観測も強まっている。しかし、消費者物価統計では、こうした値上げの影響は確認できないのである。

実感と消費者物価指数との間にずれを生じさせている要因として、購入頻度の差に注目したい。即ち、食料品のように頻繁に購入する製品の価格動向について消費者は敏感である一方、薄型テレビのように数年に一度しか買い換えられない製品の価格については、相対的に鈍感である。実際、年間9回以上と比較的高い頻度で購入する品目については、2007年5月時点の平均価格は前年同月比+0.6%に達しているのに対して、年間9回未満と比較的購入頻度の低い品目については、同時点の平均価格は前年同月比-0.2%と下落している。この点から、消費者の間で強まる物価上昇観測は、一部錯覚によるものである。

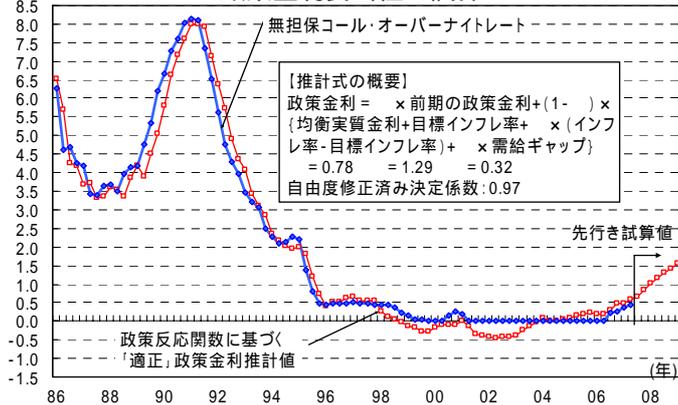
当面の消費者物価を占う上で一つの注目点は、携帯電話料金値下げの影響であろう。7月下旬に携帯電話3社が、基本使用料を大幅に割り引く新サービスを発表した。これらのサービスは2年間の継続契約を条件として、加入初年度から基本使用料を50%割り引くことが特徴である。新割引サービスの導入が移動電話通話料の価格指数と消費者物価に及ぼす影響を試算すると、同指数の前年同月比は-0.9%ポイントの押し下げ効果を受けることが示される。

消費者物価見通し



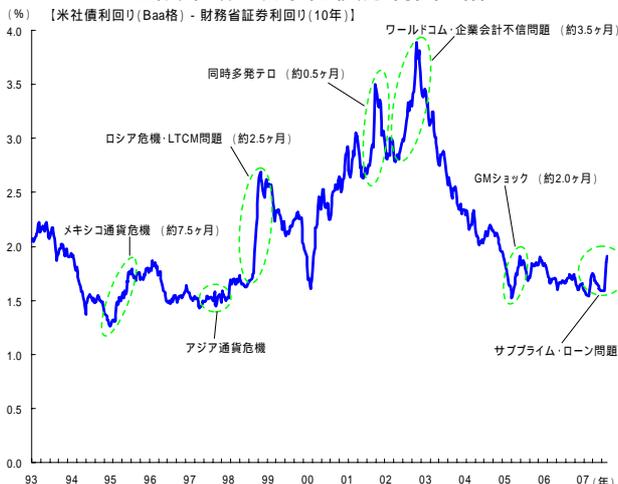
(注)1.コアCPIは全国の生鮮食品除く消費者物価指数、公共料金には携帯電話通話料を含む。基調部分はコアCPIから公共料金、石油製品、米類を除いたもの。
 2.2007年4-6月期までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、7-9月期以降、WTIが73.0ドル/バレル、円ドルレートが120.0円/ドルで先行き一定を仮定。
 3.四捨五入により寄与度合計と全体が一致しないことがある。水準から算出しているため、総務省公表の伸び率と異なる場合がある。
 (出所)総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

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7-9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

金融市場の動揺と債券利回り格差



(注) 図中括弧内は、金融市場の動揺を契機に金利差が拡大した期間を示す。
 (出所)FRB(米連邦準備制度理事会)のデータより野村証券金融経済研究所作成

しかし、2006年夏に行われた消費者物価指数の基準年改定の際にも、携帯電話料金は消費者物価指数の予想外の下修正要因となり、金融市場に大きな動揺をもたらすに至った。こうした混乱を避けるためにも、総務省は新割引サービスを消費者物価指数に反映させることを、今回は見送る可能性が高いと考えておきたい。実際そうなれば、携帯電話料金の値下げは消費者物価指数には影響を与えない。

2008年度にも金融引き締めは継続

このように、消費者物価はしばらく下落基調が続くと見込まれる点に加えて、国内景気がなお踊り場を脱することができず個人消費を中心に弱含んでいる点、さらに世界の金融市場が足下で不安定な動きを示している現状では、日銀は容易に追加利上げに踏み切ることにはできないと予想される。経済・物価環境の改善から0.75%への追加利上げが正当化されるのは、10-12月期と試算される。実際、次回追加利上げが実施されるのは同時期と考えておきたい。

他方、年末以降の経済環境の改善を受けて、2008年度には2～3回の追加利上げが正当化されると考えられる。特に来春以降は、追加利上げのペースが高まる可能性が見込まれる。

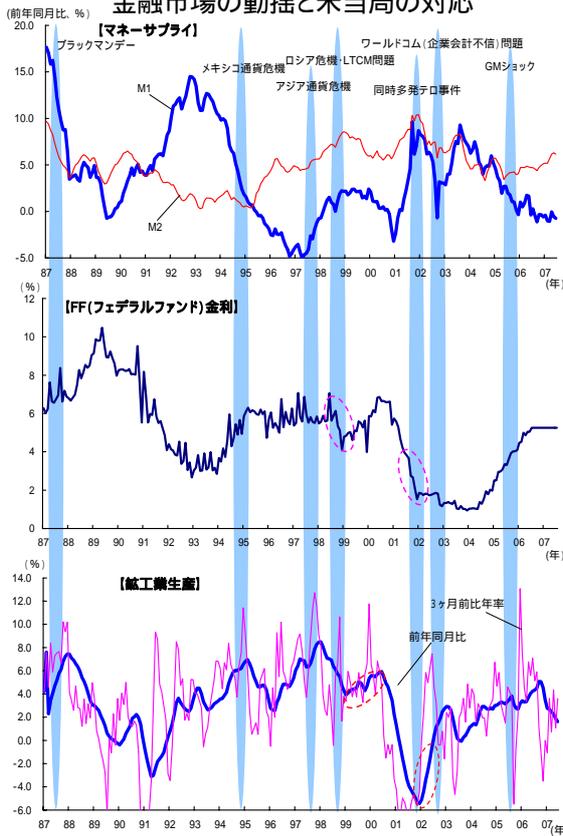
市場動揺が实体经济に与える悪影響を金融当局が阻止

最後に、日本経済を取り巻く外部環境の大きな変化として、米国サブプライム・ローン問題に端を発する世界規模での金融市場の動揺と、7月末の参議院選挙での民主党躍進が経済に与える影響の2点について検討を加えてみたい。

2月から燻っていた米国サブプライム・ローン問題と金融市場の不安定な動きは、8月に入り各国金融当局が緊急資金供給を通じて安定化へと積極的に乗り出す新たな段階へと発展した。金融市場の動揺がさらに続けば、各国金融当局は予定されていた政策金利引き上げ措置の先送りや、緊急避難的な政策金利引き下げも検討しよう。しかし、過去の経験を踏まえれば、当局が積極姿勢に転じたことは、事態収拾に向けた大きな一歩と捉えておきたい。

過去20年間の例を振り返れば、金融市場の動揺、一部信用収縮の動きを契機に、世界経済が失速するような深刻なダメージが生じたことはないという事実は、しっかりと記憶しておくべきだろう。これは、金融市場の動揺が实体经济に悪影響を及ぼさないように、金融当局が適切な対応を採った結果でもある。

金融市場の動揺と米当局の対応



(出所)FRB(米連邦準備制度理事会)、野村証券金融経済研究所

政治情勢の変化が経済に与える影響

(%ポイント)

経済政策	影響		
	個人消費	公共投資	GDP
所得税等税制の見直し	-0.06		-0.03
児童手当の拡充	+0.27		+0.15
出産時の助成金を給付	+0.01		+0.01
公立高校の無償化と奨学金制度の拡充	+0.02		+0.01
農業の個別所得補償	+0.05		+0.03
高速道路の無料化	+0.04		+0.02
最低賃金引き上げ	+0.05		+0.03
公共投資削減の緩和		+2.50	+0.10
合計	+0.38	+2.50	+0.31

- (注)1.民主党のマニフェストを基に試算。ただし、影響の大きさは民主党のマニフェストが直ちに実現するわけではないことを配慮し、マニフェストが実現したときの3分の1とした。
 2.影響は追加的なもので、GDPに対して直接的な影響を及ぼすと見られるもののみ取り上げた。影響の試算にあたっては、税制については、内閣府のマクロ計量モデルの1年目の乗数を利用した。その他は、家計関連については、可処分所得に対する比率を出した上で、個人消費の可処分所得に対する弾性値を0.5として計算した。企業関連については、キャッシュフローに対する比率を出した上で、設備投資のキャッシュフローに対する弾性値を0.3として計算した。
 3.最低賃金引き上げは2008年10月に35円引き上げられるとした。
 4.公共投資削減の緩和は、公共事業関係費の削減幅を前年度比3%から1%に変更したときの影響。
 (出所)各種資料より野村証券金融経済研究所作成

最低賃金引き上げの経済効果

(兆円、%ポイント)

	14円 引き上げ	民主党ケース(1000円に引き上げ)			
		1年目	2年目	3年目	
賃金増加額	+0.7	+2.9	+1.6	+0.9	+0.3
個人消費に対する影響	+0.1	+0.5	+0.3	+0.2	+0.1
経常利益に対する影響	-1.1	-4.8	-2.7	-1.6	-0.5

- (注)1.賃金の分布のうち、最低賃金の水準を下回る部分を全て最低賃金の水準に引き上げたときの影響。賃金分布は「日本における最低賃金の経済分析」(労働政策研究・研修機構)を参考にした。
 2.個人消費は、消費の可処分所得弾性値を0.5と仮定して計算。可処分所得は、当社の2006年度予測値を利用。
 3.経常利益は2006年度をベースとした。
 4.単位は賃金増加額が兆円で、他は%ポイント。
 (出所)各種資料より野村証券金融経済研究所作成

逆に、金融当局の積極策の影響で、金融市場の動揺後に景気が上振れしたケースもしばしば見られる。米国を例にとれば、1998年のロシア危機と、2001年の同時多発テロ事件の後に、金融当局は資金供給と政策金利の両面で積極対応を示した。前者の措置については、その後1999年から2000年にかけてのいわゆるITバブルの一因を成した側面がある。また後者については、その後2002年に予想外の急速な景気回復が現出したのである。

金融市場の混乱は今後数ヶ月で終息か

足下で米国社債利回り(Baa格)と財務省証券10年利回りととの格差は1.9%ポイントであるが、これは1970年以降の平均値である2.0%ポイントと比べてわずか0.1%ポイント低いに過ぎない。この事実は、行き過ぎた金利差縮小(リスクプレミアム低下)の正常化に伴う金融市場の調整余地が、決して大きくはないことを示唆していよう。

過去10年間で、金融市場が動揺した4回のケースでは、債券金利差拡大に見られる金融市場の調整期間は約0.5ヶ月~3.5ヶ月、平均は約2ヶ月である。足下で急減した米国住宅販売の持ち直しの可能性なども考慮すれば、市場の調整一巡の大まかな目処は、9月下旬から10月頃と現状では考えておきたい。

民主党躍進で税制改正スケジュールに影響

参議院選挙で野党・民主党が第一党に躍進し、過半数を獲得したことから、今後、政府の経済政策が大きく変化すると観測も強まっている。こうした政治情勢の変化を受けて、法人税率引き下げ、消費税率引き上げなど税制改正のスケジュールが後ずれする可能性は否定できないところである。

前回5月時点での野村証券金融経済研究所の経済見通しでは、2008年4月に法人税率が5%ポイント引き下げられ、2009年4月に消費税率が2%ポイント引き上げられることを前提とした。政治情勢の変化を受けて、法人税率5%ポイント引き下げの時期は、少なくとも1年先送りされると考えたい。ただし、それに伴う2008年度の実質GDP押し下げ効果は、国会審議で民主党の影響力が強まることに伴う歳出増加の効果によって概ね相殺されると想定される。即ち、参院選の結果は、短期の経済見通しに顕著な影響を与えないと考える。

各国での税制改革の動き

フランス	2009年にかけて付加価値税率を19.6%から24.6%まで、最大5%ポイント引き上げ。同時に企業の社会保障関連負担を軽減し、税制中立とする。 シラク前大統領は、法人税率を5年間で34%程度から20%までの引き下げの意向を示した。
デンマーク	2007年7月に法人税率を28%から25%に引き下げ。
ドイツ	2007年1月に付加価値税率を16%から19%に引き上げ。 2008年1月に法人実効税率を約39%から29.83%に引き下げ。
オランダ	2007年1月に法人税率を29.6%から25.5%に引き下げ。
スペイン	2008年までに法人税率を35%から30%に引き下げ。
英国	2008年4月から法人税率を現行30%から28%に引き下げ予定。
シンガポール	2007年7月から消費税率を5%から7%に引き上げ。 2008年に法人税率を20%から18%に引き下げ。
マレーシア	法人税率を2007年、2008年に1%ポイントずつ引き下げ26%とする。
米国	法人税率引き下げを検討(ポールソン財務長官、2007年7月26日)。

(出所) 各種資料より野村證券金融経済研究所作成

各国実効法人税率の比較

	2007年	2000年からの変化
オーストラリア	30.0	-4.0
オーストリア	25.0	-9.0
ベルギー	34.0	-6.2
カナダ	36.1	-8.5
チェコ	24.0	-7.0
デンマーク	25.0	-7.0
フィンランド	26.0	-3.0
フランス	34.4	-3.4
ドイツ	38.9	-13.1
ギリシャ	29.0	-11.0
ハンガリー	16.0	-2.0
アイスランド	18.0	-12.0
アイルランド	12.5	-11.5
イタリア	33.0	-4.0
日本	39.5	-1.3
韓国	27.5	-3.3
ルクセンブルグ	30.4	-7.1
メキシコ	29.0	-6.0
オランダ	25.5	-9.5
ニュージーランド	33.0	0.0
ノルウェー	28.0	0.0
ポーランド	19.0	-11.0
ポルトガル	27.5	-7.7
スロバキア	19.0	-10.0
スペイン	35.0	0.0
スウェーデン	28.0	0.0
スイス	21.3	-3.6
トルコ	30.0	-3.0
英国	30.0	0.0
米国	39.3	0.0
OECD30ヶ国平均	28.1	-5.5
中国	33.0	-
台湾	25.0	-
マレーシア	27.0	-
タイ	30.0	-

(出所) OECD (経済協力開発機構)

『次の内閣』(ネクストキャビネット)の出身旧政党別構成に見る民主党内のパワーバランス

	社会	民社	民政	市民	民主	さきがけ	民社	新進	保守	自由	友愛	民政
1999.10 第1次鳩山	1	3				5		1			3	2
2000.09 第2次鳩山	2	2	1		2	5	1				1	2
2001.09 第3次鳩山	1	1	1		1	5		2			2	3
2002.10 第4次鳩山	4	1	1	1	1	4					2	2
2003.10 第1次菅	4	4		1	1	7					2	2
2004.01 第2次菅	1			1	3	5	1	2		2	1	5
2004.06 第1次岡田	3			2	3	3	1	3		1		4
2005.08 第2次岡田	2	1		1	3	6		2		2	1	3
2005.09 前原	1	2			6	3	1	3		1		1
2006.04 第1次小沢	1	2			6	3	1	3		2		1
2007.07 第2次小沢	1	2			5	3		7	1	1		

(注)1. 左に行くほど左派傾向、右に行くほど保守傾向が強い。

2. 出身政党は民主党参画の直前ベース。ただし、無所属及び無所属の会は公認ベース。

また、民主党結成時点での社民党からの参画者は、社会党出身者とした。

3. 「民政」は民主改革連合、「市民」は市民リーグ、「保守」は保守新党をそれぞれ表す。

4. 網掛け部分は中央値を示す。両端から数え中央に達する箇所が異なる場合は、

人数の多い方に網を掛けた。

5. 年月はホームページで公開された時点。

(出所) 野村證券金融経済研究所

法人税率引き下げ、消費税率引き上げは国際的潮流

世界各国で、法人税率引き下げと消費税率(付加価値税率)引き上げの動きが強まっている。その背景にあるのは、「グローバル化」と「少子・高齢化」であろう。企業の「グローバル化」が進展する環境下で、他国と比べて高い法人税率が適用されれば、企業の海外流出、海外からの直接投資の減退、進出企業の所得流出など、当該国の経済環境及び国際競争力に深刻な事態が生じかねない。他方、「少子・高齢化」が進展する中で社会保障関連費の増加は避けられず、その財源をいかに公正な形で賄うかが各国共通の課題となっている。消費税あるいは付加価値税の増税は、そのために不可欠な手段の一つであろう。

また、世界各国で法人税率引き下げの動きが強まる中、日本の税率の高さがますます際立っている。日本の実効法人税率(国税+地方税)は約40%と、主要国中最も高い。OECD(経済協力開発機構)加盟30ヶ国の平均水準は現在28.1%であり、日本の水準はこれを10%ポイント以上も上回っている。日本が現在の税率を維持しては、その分国際競争力が損なわれるリスクが高まろう。法人税率の高さとは対照的に、主要国の中で日本の消費税率の低さも際立っている。消費税・付加価値税を導入していない米国を除くOECD加盟の主要29ヶ国の中で、5%という日本の消費税率は最低水準である。消費税率・付加価値税率の各国平均水準は現在17.7%である。

こうした国際環境を踏まえれば、日本で仮に将来民主党政権が成立するとしても、法人税率引き下げ、消費税率引き上げという税制改革が実施される可能性は高いと見ておきたい。

経済政策の大きな転換は生じない

世界経済がグローバル化を強める一方、少子・高齢化問題、環境問題など各国共通の課題が次々に浮上する環境下においては、税制改正、環境対策、貿易政策など重要な経済政策の方向性は相互に収斂しやすく、個々の政党のイデオロギーは強く反映され難くなっていく。

マニフェストに見る民主党の経済政策は左寄りに振られているが、『次の内閣』(ネクストキャビネット)の出身政党別構成の変化を見ると、民主党の政策の基本軸が左側にシフトしている兆候は見られない。マニフェストに見られる同党の経済政策の変化は、一時的な選挙戦略の側面が強いと見ておきたい。

民主党躍進という政治情勢の変化を受けてもなお、税制改革に限らず日本の経済政策全般が歴史的な転換を迫られると考えるのは早計であると言えよう。

野村證券株式会社 金融経済研究所 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは、作成日現在におけるマクロ経済全般についての情報提供を唯一の目的としており、有価証券等の勧誘を目的としていたものではありません。なお、このレポートに記載されている情報は、当社が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、当社が正確かつ完全であることを保証するものではありません。このレポートに記載された経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートにあるシミュレーション結果は、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたものです。従って、当該結果は前提条件の異なるもの、別の手法によるもの等とは異なる結果になることがあります。また、当該結果は将来の結果を保証するものではありません。

景気は巡航速度に。2008年はインフレの可能性

1. 2007年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.4%となった。住宅投資の減少率が、1-3月期の前期比年率-16.3%に対して、同-9.2%に縮小、在庫調整の一巡から、在庫の前期比年率寄与度も1-3月期の-0.7%に対して、+0.2%とプラスに転じている。2006年後半から2007年1-3月期にかけて景気を抑制していた、これらの要因が後退したことにより、4-6月期の成長率は潜在成長率を上回るペースに押し上げられた。

2. 在庫調整は、出荷や売上の回復によって進んでおり、需要の堅調さを背景にしている。今後、在庫が再度調整する可能性は低い。個人消費も、4-6月期に見られた、エネルギー価格上昇によるネガティブな影響が一巡することが見込まれる上、労働市場の堅調さを受けて、所得環境の良好さが維持されることで下支えされるだろう。年後半も3%近辺の成長を予想する。

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、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だろう。実質GDP成長率は、前年比3.3%とマイルドなペースが予想される。

4. 一方、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、長期金利の上昇圧力となる可能性が高い。

5. サブプライム・ローン問題を通じ、クレジット・クランチ懸念が発生、信用格付けの低い融資先を中心に金利が上乘せされる傾向が見られる。しかし、「安全への逃避」を通じて、長期国債の利回りも低下し、金利の上乗せ分を相殺している。このため、現状では实体经济への影響は限定的だろう。むしろ2008年に、インフレ・リスクの高まりとともに長期国債の利回りが上昇した時に、影響が現れるだろう。

6. ロシア通貨危機とそれに伴う金融システムの動揺が発生した1998年と同様の緊急利下げの期待も市場にはある。しかし、当時は、实体经济自体が良好な中で金融緩和が行われたため、その後、株価の急上昇や、景気過熱が発生した。現在も、上記のように景気が巡航速度に戻りインフレ・リスクが内在しているため、FRBは、公開市場操作(買いオペ)を通じ、短期金融市場に対して流動性の供給を増やすと見られる。利下げはあくまでも最後の緊急手段と考えられる。

米国経済見通し

	(前年比,%)		
	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	2.9	2.0	3.3
国内最終需要(寄与度)	3.0	2.2	3.3
個人消費	3.1	3.0	3.0
住宅投資	-4.6	-12.9	1.8
設備投資	6.6	3.8	7.8
在庫増減(寄与度)	0.1	-0.3	0.3
純輸出(寄与度)	-0.1	0.3	-0.3
輸出	8.4	6.7	9.4
輸入	5.9	2.7	8.4
政府消費及び総投資	1.8	1.6	0.7
名目GDP	6.1	4.9	5.9
経常収支(年率、10億ドル)	-811.5	-782.1	-862.1
名目GDP比(%)	-6.2	-5.6	-5.9
失業率(%)	4.6	4.5	4.4
消費者物価	3.2	2.5	2.8

(注)失業率は暦年平均値。

(出所)米国野村證券

景気好調が持続、中央銀行は追加利上げへ

ユーロ圏経済見通し要約表

	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	2.7	2.3	1.9
国内需要(寄与度)	2.4	2.1	1.4
個人消費	1.7	1.4	1.5
政府消費	2.0	1.8	1.5
総固定資本形成	4.9	4.5	2.5
国内最終需要	3.2	2.7	2.4
在庫投資(寄与度)	0.1	0.1	-0.2
純輸出(寄与度)	0.4	0.2	0.6
輸出	8.3	5.6	5.5
輸入	7.9	5.5	4.6
統計誤差・開差(寄与度)	0.0	0.0	0.0
消費者物価指数(CPI)	2.2	2.1	2.1
失業率(%)	7.9	7.6	7.7
経常収支(10億ドル)	-7.7	-29.4	-17.4

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

(出所) 欧州統計局資料より英国野村證券作成

ドイツ経済見通し要約表

	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	2.8	2.3	2.1
国内需要(寄与度)	1.6	1.9	1.4
個人消費	0.8	0.7	0.9
政府消費	1.5	1.6	1.4
総固定資本形成	5.6	5.5	4.2
国内最終需要	3.2	2.7	2.4
在庫投資(寄与度)	-0.1	0.3	-0.1
純輸出(寄与度)	1.4	0.6	1.0
輸出	13.0	6.9	6.7
輸入	11.6	7.0	6.0
統計誤差・開差(寄与度)	-0.2	-0.2	-0.2
消費者物価指数(CPI)	1.7	2.2	1.4
失業率(%)	8.1	7.2	7.5
経常収支(10億ドル)	148.1	116.4	119.2

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

(出所) 欧州統計局、ドイツ連邦統計局資料より英国野村證券作成

英国経済見通し要約表

	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	2.8	2.5	2.3
国内需要(寄与度)	3.2	2.8	2.3
個人消費	2.1	2.2	1.7
政府消費	2.4	1.9	2.5
総固定資本形成	8.0	5.3	4.0
国内最終需要	3.2	2.7	2.4
在庫投資(寄与度)	0.0	0.0	-0.2
純輸出(寄与度)	-0.4	-0.2	-0.1
輸出	11.7	-3.4	10.2
輸入	11.7	-2.4	9.3
消費者物価指数(CPI)	2.3	2.4	2.1
失業率(%)	5.5	5.5	5.6
経常収支(10億ドル)	-82.0	-106.5	-111.1

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

(出所) 英国政府統計局、予測は英国野村證券

1. 欧州経済は足下まで好調な動きを継続している。ユーロ圏の2007年4-6月期実質GDP(1次速報値)は、前年比+2.5%と、1-3月期の同+3.1%からは減速したものの引き続き高い成長率を記録した。英国も、1-3月期、4-6月期ともに前年比+3.0%の高成長となっている。2006年を通じて、米国等が成長速度を落とす一方で、欧州経済は高成長を維持し、好調が際立つ形であった。この傾向は、2007年前半まで続いていると判断される。

2. 米国等の景気動向と乖離する形で、欧州経済が好調を維持している背景としては、(1)生産能力の不足に起因する設備投資の増加が生じていること、(2)中欧やロシア、トルコといった近隣新興諸国の高成長に伴い、欧州先進国からの輸出が高い伸びとなっていること、(3)アジア諸国等に比べると、米国の景気変動に左右される度合いが小さいこと、(4)米国の景気減速の影響が波及するまでのタイムラグの存在、(5)これまでに実施された利上げの効果が顕在化するまでのタイムラグの存在、が挙げられる。また英国に関しては、住宅価格および株価の上昇による資産効果が個人消費の伸びを押し上げたという側面も指摘できる。

3. 上記のうち(1)~(3)は、今後もある程度の持続性をもって作用する要因と位置付けられる。ただし、企業がリストラを進めてきた結果、生産能力が不足するという現象は、ドイツを中心としたものであり、フランスやイタリア等では確認されない点に留意する必要がある。ドイツでの生産設備積み増しが一巡する2008年には、ユーロ圏全体の設備投資も伸びを鈍化させる公算が大きい。これに加え、米国の景気減速や利上げの影響が遅れて及ぶことにより、今後の欧州経済は総じて減速に向かい、特に2008年の減速度合いが大きくなると見込まれる。なお英国では、「金利上昇 住宅価格の伸び率低下」による資産効果の剥落が2007年後半にも予想されることから、英国景気はユーロ圏よりも早い段階で減速に転じると見込まれる。

4. 欧州中央銀行(ECB)はユーロ圏景気の先行きに關して強気の見方を維持していると見られる。足下の金融市場の動揺という新たな要素もあるが、これが鎮静化に向かう見込みの下では、ECBが2007年中に4.5%まで利上げを実施する可能性が高いと判断される。一方、英国中央銀行(BOE)も今後のインフレ圧力を警戒する姿勢を変化させておらず、6.0%への追加利上げが視野に入った。また、タカ派的なスタンスの委員の割合が高まっており、利上げ判断に傾きやすくなっている点に注意が必要である。

実体経済は緩やかな加速局面へ

アジア経済予測表

2007年8月14日現在

(年)	実質GDP成長率(%)				
	04	05	06	07(予)	08(予)
アジアNIEs	5.9	4.8	5.4	4.9	5.3
韓国	4.7	4.2	5.0	4.7	5.2
台湾	6.2	4.1	4.7	4.4	4.9
香港	8.6	7.5	6.9	5.5	5.7
シンガポール	8.8	6.6	7.9	7.0	6.6
ASEAN4	5.9	5.1	5.4	5.7	5.7
インドネシア	5.0	5.7	5.5	6.2	5.8
マレーシア	6.8	5.0	5.9	6.3	6.0
フィリピン	6.4	4.9	5.4	6.1	5.7
タイ	6.3	4.5	5.0	4.1	5.2
中国	10.1	10.4	11.1	11.1	10.0
合計	7.9	7.5	8.1	7.9	7.6
(参考)					
NIEs+ASEAN4	5.9	4.9	5.4	5.2	5.4
インド	7.5	9.0	9.4	8.4	8.2

(年)	消費者物価上昇率(%)				
	04	05	06	07(予)	08(予)
アジアNIEs	2.4	2.2	1.7	2.0	2.3
韓国	3.6	2.8	2.2	2.4	2.5
台湾	1.6	2.3	0.6	1.0	1.4
香港	-0.4	0.9	2.0	2.4	4.1
シンガポール	1.7	0.5	1.0	1.2	1.4
ASEAN4	4.3	7.1	8.2	4.1	4.3
インドネシア	6.1	10.5	13.1	6.2	6.3
マレーシア	1.4	3.0	3.6	2.8	2.9
フィリピン	6.0	7.7	6.3	3.1	3.7
タイ	2.8	4.5	4.6	2.4	2.5
中国	3.9	1.8	1.5	4.0	2.8
合計	3.4	2.9	2.7	3.3	2.9
(参考)					
NIEs+ASEAN4	3.0	3.8	3.8	2.7	3.0
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	07(予)	08(予)
アジアNIEs	839	813	877	930	1,050
韓国	282	166	61	9	4
台湾	185	160	247	310	378
香港	157	202	206	202	206
シンガポール	215	286	363	409	462
ASEAN4	208	144	440	588	666
インドネシア	16	3	100	177	242
マレーシア	149	200	258	259	283
フィリピン	16	20	50	75	94
タイ	28	-79	32	77	47
中国	687	1,608	2,499	3,481	4,154
合計	1,734	2,566	3,816	4,999	5,870
(参考)					
NIEs+ASEAN4	1,048	958	1,317	1,518	1,716
インド	-25	-92	-96	-199	-238

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

1. アジア経済は緩やかに加速していると判断される。米国経済が2007年4-6月期に持ち直すなか、韓国、台湾、中国において6月に輸出が力強さを増してきた。従来はアジア経済の回復時期について2007年7-9月期という判断をしていたが、これが早まった可能性がある。実際、中国、韓国、シンガポールなどこれまでに発表されたアジア各国の2007年4-6月期実質成長率は全て、輸出の好調を背景に市場予想を上回った。

2. 2007年下期以降も米国経済が潜在成長率程度で推移するというシナリオのもとで、アジアの輸出は好調を維持し、アジア経済が緩やかに加速するという見方を維持したい。アジアNIEs(香港、台湾、韓国、シンガポール)とASEAN4カ国(マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン)の実質GDP成長率については、2007年予想を従来(3ヶ月前、以下同様)の+4.9%から+5.2%へ、2008年予想は+5.3%から+5.4%へ若干引き上げる。

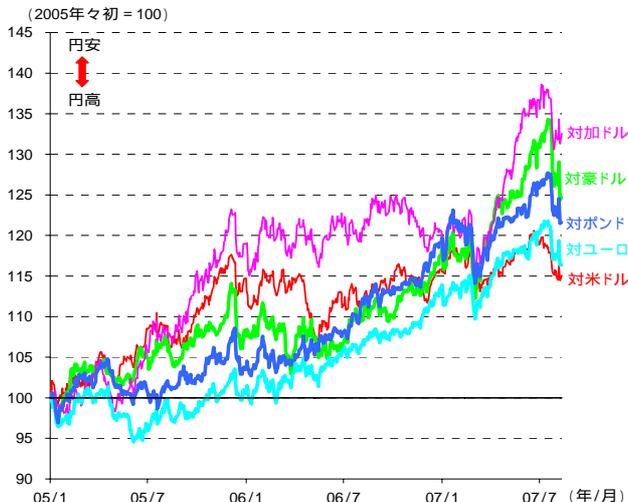
3. 中国とインドの経済が一段と力強さを増している。特に中国については、2007年4-6月期実質GDP成長率が前年比+11.9%を記録し、1-3月期よりさらに景気が加速した。「需要インフレ」の兆候は現れていないことから、中国経済は現時点では過熱状態とは言えず、急ブレーキをかける必要性は小さい。このため、中国経済は2007年に続いて2008年も力強く拡大する公算が大きい。こうした点を考慮し、中国の実質GDP成長率の2007年予想を従来+9.9%から+11.1%へ、2008年予想を従来+8.8%から+10.0%へ引き上げた。

4. 最近の米国でのサブプライム問題を発端とする動きのなかでアジアの株式が大きく売られる局面が生じた。この背景には、過去2~3年間に外国人投資家によるアジアの金融資産の購入が活発化し、保有残高が大幅に増加したことがある。短期的なポートフォリオ資金の流出は、為替市場への介入に比較的消極的な国の為替相場に下押し圧力を生み出したが、今後も同様の局面が生じるリスクには注意が必要であろう。

5. 人民元為替レートの予想を、2007年末については7.35-7.50人民元/米ドル、2008年末については6.95-7.30人民元/米ドルと、いずれも人民元高方向に修正する。最近導入された輸出抑制を狙った貿易関連対策は、政府が為替政策の大幅な変更をせずに、貿易黒字問題に取り組む姿勢を示すものとみられる。

ドル円相場は徐々に安定へ

05年以降の円の対主要通貨



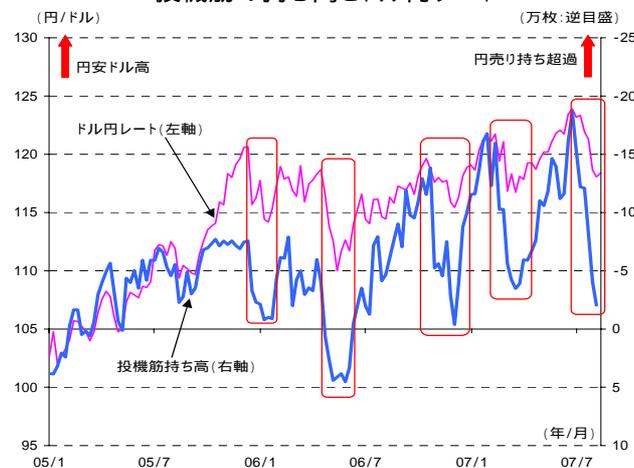
(出所)トムソン・データストリームより野村証券金融経済研究所作成

フェデラルファンド・レート先物金利とドル円



(出所)トムソン・データストリーム、ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

投機筋の持ち高とドル円レート



(注)投機筋の持ち高はシカゴ通貨先物市場の非商業部門と非報告部門の持ち高。

(出所)トムソン・データストリーム、ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

1. 6月末に一時1ドル=124円台を記録したドル円レートは、その後急速な円高ドル安基調へと転換した。足下では1ドル=118円前後まで調整している。円はドル以外の通貨に対しても軒並み上昇しており、小幅ながら円全面高の様相を呈している。

2. 今回の円高局面は、(1)世界的な株安・リスク資産圧縮と同時並行で生じている点、(2)円やスイスフランと言った低金利通貨が買い戻された一方で、豪ドルなどの高金利通貨が下落している点、(3)米国の利下げ期待の高まりが生じている点、など今年2月末以降の調整局面との類似点が多い。米国住宅市場の先行きに対する不安が、米国を中心とした世界経済の失速懸念につながり、投機筋を中心に持ち高整理の動きが喚起されている点も共通している。

3. 今後の為替相場を占う上で、(1)投機筋の持ち高調整の進展度合い、(2)米国景気失速シナリオの真贋、の2点が重要となる。シカゴ通貨先物市場におけるドル円の持ち高を確認すると、8月7日時点で約2万枚の円の売り持ち超過となっている。1ドル=124円台を記録した6月末時点では約18.6万枚まで拡大していたことから、投機筋の持ち高整理は相当程度進展したと言える。05年以降に生じた4回の調整局面を振り返ると、10万枚の持ち高調整が進展するに連れて、5~6円程度の円高ドル安が生じるのが平均的なパターンであった。持ち高整理に伴い生じ得る追加的な円高余地は概ね1~2円程度と考えられる。

4. 米国景気軟着陸シナリオが頓挫し、足下の市場で織り込まれているように米国で利下げが行われる場合、投機筋の持ち高整理に留まらず、一段の円高ドル安圧力が強まる可能性も否定できない。しかし、住宅市場を除けば足下の米国景気は依然良好である。4-6月期GDP成長率は前期比年率で+3.4%まで回復し、景気底打ちの兆しが見えている。失業率も低水準を維持しており、米連邦準備制度理事会はインフレ警戒感を大きくは緩めていないだろう。年内に利下げが開始されるほどに米景気が減速する可能性は限定的と見られる。

5. 総じて、米住宅市場の先行き不透明感が後退するに連れ、ドルが徐々に底堅さを増す展開が見込まれる。経済予測の前提となるドル円相場に関しては、景気見直しに対する中立性維持の観点から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