

2007 年度～2008 年度の経済見通し

日本経済：低空飛行から再浮揚を期す日本経済

2007 年度実質 GDP 成長率：+1.6%（前回 2007 年 8 月 16 日：+2.2%）

2008 年度実質 GDP 成長率：+2.3%（前回 2007 年 8 月 16 日：+2.6%）

2007 年 11 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11月16日時点]

[前回:2007年8月16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	+2.0	+1.6	+2.3	+2.2	+2.6
	<内需寄与度>	<+1.2>	<+0.6>	<+2.3>	<+1.4>	<+2.6>
	<民間内需>	<+1.5>	<+0.7>	<+2.2>	<+1.6>	<+2.5>
	<公的内需>	<-0.3>	<-0.1>	<+0.0>	<-0.1>	<+0.0>
	<外需寄与度>	<+0.8>	<+0.9>	<+0.1>	<+0.7>	<+0.1>
	民間最終消費支出	+0.7	+1.6	+2.3	+1.6	+2.5
	民間住宅投資	+0.4	-10.8	+4.3	+0.1	+5.1
	民間企業設備投資	+7.7	+1.3	+5.4	+5.3	+6.0
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.0>	<-0.0>	<-0.0>	<-0.2>	<+0.0>
	政府消費	+0.9	+0.9	+0.8	+0.6	+0.7
	公的固定資本形成	-9.6	-6.3	-3.3	-6.5	-3.0
	財貨・サービス輸出	+8.2	+7.5	+5.3	+6.4	+6.5
	財貨・サービス輸入	+3.4	+2.0	+6.9	+2.3	+8.4
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+2.0>	<+1.5>	<+1.8>	<+1.7>
		名目国内総支出	+1.3	+1.5	+2.5	+2.2
	GDPデフレーター	-0.7	-0.1	+0.2	+0.0	+0.3
生産 ・ 物 価	鉱工業生産	+4.8	+3.2	+4.4	+2.9	+4.9
	国内企業物価	+2.8	+2.9	+1.3	+2.4	+1.1
	消費者物価	+0.3	+0.2	+0.5	+0.1	+0.5
	除く生鮮食品	+0.1	+0.1	+0.4	+0.1	+0.5
	完全失業率(%)	4.1	3.8	3.5	3.6	3.4
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.0	12.0	9.5	11.5	10.5
	貿易収支(兆円)	10.5	13.6	11.4	13.0	12.3
	貿易・サービス収支(兆円)	8.2	11.4	9.4	10.8	10.1
	経常収支(兆円)	21.2	26.4	24.4	26.0	25.6
	同上(億ドル)	1804.2	2256.8	2120.8	2158.7	2133.3
	<対名目GDP比、%>	<+4.1>	<+5.1>	<+4.6>	<+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

経済見通し前提表

	2007年度	2008年度
ドル円相場(年度平均)	117.2	115.0
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0.75	1.25
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)	76.8	86.6
米国の実質GDP成長率(前年比%)	2.2	2.8

(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				09年			
	10-12	1-3	4-6	7-9	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	305,596.1	308,020.0	308,734.1	309,717.0	310,565.9	312,259.0	313,660.3	315,587.3	318,007.7	322,377.5
(前期比)	1.1	0.8	0.2	0.3	0.3	0.5	0.4	0.6	0.8	1.4
(前年同期比)	0.5	1.4	1.2	2.4	1.6	1.4	1.6	1.9	2.4	3.2
民間住宅投資	18,849.8	18,583.9	17,824.6	16,427.9	15,452.6	16,490.0	16,947.3	17,184.7	17,524.2	17,325.0
(前期比)	2.2	-1.4	-4.1	-7.8	-5.9	6.7	2.8	1.4	2.0	-1.1
(前年同期比)	0.9	-0.4	-2.4	-11.1	-18.0	-11.3	-4.9	4.6	13.4	5.1
民間企業設備投資	89,963.8	89,650.9	87,785.8	89,308.7	90,469.7	91,826.8	93,020.5	94,043.7	95,266.3	96,600.0
(前期比)	2.3	-0.3	-2.1	1.7	1.3	1.5	1.3	1.1	1.3	1.4
(前年同期比)	10.6	6.9	0.5	1.5	0.6	2.4	6.0	5.3	5.3	5.2
民間在庫投資	1,295.3	1,291.7	984.6	1,488.8	1,200.0	1,000.0	800.0	800.0	1,200.0	1,500.0
(前期比寄与度)	(-0.1)	(0.0)	(-0.1)	(0.1)	(-0.1)	(-0.0)	(-0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)
政府最終消費支出	95,798.5	95,606.9	95,974.0	96,265.1	96,553.9	96,747.0	96,940.5	97,037.4	97,231.5	97,328.7
(前期比)	0.1	-0.2	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1	0.2	0.1
(前年同期比)	1.3	1.2	0.8	0.7	0.8	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
公的固定資本投資	22,028.2	21,777.8	21,185.1	20,633.1	20,426.8	20,018.2	19,938.2	19,878.3	19,798.8	19,719.6
(前期比)	3.7	-1.1	-2.7	-2.6	-1.0	-2.0	-0.4	-0.3	-0.4	-0.4
(前年同期比)	-8.9	-8.0	-5.6	-3.2	-7.3	-8.1	-5.9	-3.7	-3.1	-1.5
公的在庫投資	245.5	183.4	227.5	202.9	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	21,702.6	23,922.1	24,192.8	26,387.3	27,143.8	27,359.2	27,007.8	27,119.8	26,739.3	25,955.3
(前期比寄与度)	(0.2)	(0.4)	(0.0)	(0.4)	(0.1)	(0.0)	(-0.1)	(0.0)	(-0.1)	(-0.1)
(前期比)	4.3	10.2	1.1	9.1	2.9	0.8	-1.3	0.4	-1.4	-2.9
(前年同期比)	18.7	25.3	28.1	26.7	24.6	14.7	11.7	2.8	-1.3	-5.5
輸出	82,254.5	85,022.7	85,768.7	88,271.0	89,153.7	89,866.9	90,945.3	92,218.6	93,601.9	95,099.5
(前期比)	1.0	3.4	0.9	2.9	1.0	0.8	1.2	1.4	1.5	1.6
(前年同期比)	6.5	7.3	7.6	8.4	8.4	5.7	6.0	4.5	5.0	5.8
輸入	60,551.9	61,100.6	61,575.9	61,883.7	62,009.9	62,507.8	63,937.6	65,098.8	66,862.5	69,144.2
(前期比)	-0.2	0.9	0.8	0.5	0.2	0.8	2.3	1.8	2.7	3.4
(前年同期比)	2.6	1.8	1.3	2.0	2.4	2.3	3.8	5.2	7.8	10.6
実質国内総生産	554,868.7	558,497.7	556,194.0	559,710.7	561,368.1	565,280.8	567,912.3	571,270.8	575,414.1	580,485.3
(前期比)	1.3	0.7	-0.4	0.6	0.3	0.7	0.5	0.6	0.7	0.9
(前期比年率)	5.5	2.6	-1.6	2.6	1.2	2.8	1.9	2.4	2.9	3.6
(前年同期比)	2.2	2.4	1.5	2.1	1.2	1.2	2.1	2.1	2.5	2.7
GDPデフレーター	92.5	92.1	92.2	92.0	92.4	92.5	92.2	92.3	92.4	92.5
(前年同期比)	-0.5	-0.3	-0.3	-0.4	-0.1	0.4	0.0	0.4	0.0	0.0
鉱工業生産(2000年=100)	108.9	107.5	107.7	110.1	111.5	112.6	113.4	114.5	115.8	117.7
(前期比)	2.2	-1.3	0.2	2.2	1.2	1.0	0.7	1.0	1.1	1.6
(前年同期比)	6.0	3.1	2.4	2.7	2.4	4.7	5.3	4.0	3.9	4.5
国内企業物価(2000年=100)	101.4	101.3	102.8	103.7	104.7	105.3	105.3	105.5	105.5	105.7
(前期比)	-0.3	-0.1	1.5	0.9	1.0	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1
(前年同期比)	2.6	2.0	2.4	2.0	3.3	3.9	2.5	1.7	0.8	0.4
消費者物価指数(総合)(2005年=100)	100.2	100.0	100.2	100.4	100.6	100.7	100.9	100.8	101.0	101.0
(前期比)	-0.3	-0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	-0.1	0.2	0.0
(前年同期比)	0.3	-0.1	-0.1	-0.2	0.3	0.7	0.7	0.5	0.4	0.4
消費者物価指数(除く生鮮食品)(2005年=100)	100.1	99.9	100.0	100.0	100.2	100.4	100.5	100.4	100.5	100.6
(前期比)	0.0	-0.2	0.1	0.0	0.2	0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1
(前年同期比)	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3
失業率	4.0	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	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%。

2.2007年7-9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

低空飛行から再浮揚を期す日本経済

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	+2.0	+1.6	+2.3	
	<内需寄与度>	<+1.2>	<+0.6>	<+2.3>	
	<民間内需>	<+1.5>	<+0.7>	<+2.2>	
	<公的内需>	<-0.3>	<-0.1>	<+0.0>	
	<外需寄与度>	<+0.8>	<+0.9>	<+0.1>	
	民間最終消費支出	+0.7	+1.6	+2.3	
	民間住宅投資	+0.4	-10.8	+4.3	
	民間企業設備投資	+7.7	+1.3	+5.4	
	民間在庫品増減<寄与度>	<+0.0>	<-0.0>	<-0.0>	
	政府消費	+0.9	+0.9	+0.8	
	公的固定資本形成	-9.6	-6.3	-3.3	
	財貨・サービス輸出	+8.2	+7.5	+5.3	
	財貨・サービス輸入	+3.4	+2.0	+6.9	
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	<+1.4>	<+2.0>	<+1.5>	
	名目国内総支出	+1.3	+1.5	+2.5	
	GDPデフレーター	-0.7	-0.1	+0.2	
	生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	+4.8	+3.2	+4.4
		国内企業物価	+2.8	+2.9	+1.3
		消費者物価	+0.3	+0.2	+0.5
除く生鮮食品		+0.1	+0.1	+0.4	
完全失業率(%)		4.1	3.8	3.5	
対 外 収 支	通関出超額(兆円)	9.0	12.0	9.5	
	貿易収支(兆円)	10.5	13.6	11.4	
	貿易・サービス収支(兆円)	8.2	11.4	9.4	
	経常収支(兆円)	21.2	26.4	24.4	
	同上(億ドル)	1804.2	2256.8	2120.8	
<対名目GDP比、%>	<+4.1>	<+5.1>	<+4.6>		

(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. 2007年7-9月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比+2.6%と前期の同-1.6%を大きく上回った。これは、日本経済が脆弱性を抱えつつなお回復基調を続けていることを裏付けるものである。実質輸出が前期比+2.9%と大幅に増加し、実質設備投資は前期比+1.7%と三四半期振りに増加した。他方、6月の建築基準法改正の影響から、実質住宅投資が前期比-7.8%の大幅減少を記録するなど、企業需要の堅調と家計需要の足踏みというコントラストが鮮明となった。

2. 景気情勢を敏感に反映する鉱工業生産は足下で明確な回復傾向を示しており、国内経済は今次回復局面での第4の上昇フェーズに移行しつつあると考えられる。しかし、米国景気減速の可能性、原油価格上昇、円高進行、株価下落、建築基準法改正の影響など、国内経済は内外両面から先行きになお懸念材料を抱える「内憂外患」の状態にある。比較的堅調な企業部門とは対照的に、家計部門の経済活動が力強さを欠く「片肺での低空飛行」の成長をしばらくは余儀なくされよう。

3. しかし、輸出先が分散化されるなど構造変化の進展を踏まえれば、米国景気減速、原油価格上昇など外部環境悪化によって国内景気が一気に腰折れてしまう可能性は限られよう。建築基準法改正の影響剥落、団塊世代の退職による賃金押し下げ効果の緩和、2008年度予算での政府から家計への所得移転増額、米国経済の持ち直し等を背景に、日本経済は2008年半ば頃に再び増勢を強めることが期待される。

4. この際に重要なのは、個人消費が一定程度の景気牽引役を果たすことが予想される点である。個人消費の持ち直しは、中小企業、非製造業、地方経済など脆弱さが目立つ分野にとって相対的に追い風となり、今次景気回復時に特徴的な各種の格差拡大に歯止めをかける効果を生じよう。この点から、2008年の国内経済は単に成長率が高まることが見込まれるにとどまらず、質的に大きな変化を遂げることが期待されるのである。

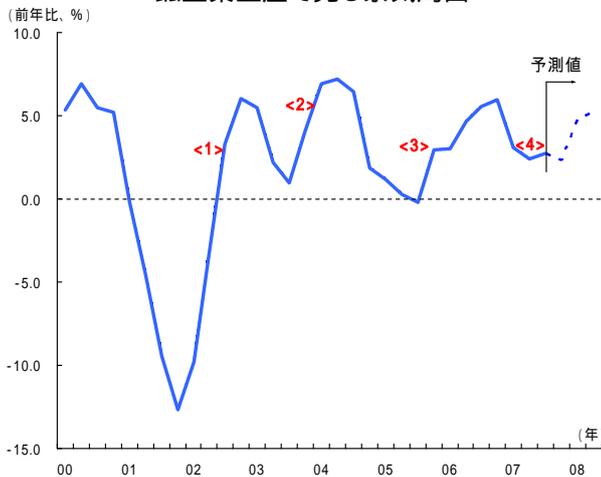
5. 野村證券金融経済研究所は、今回、2007年度実質GDP成長率を+1.6%、2008年度実質GDP成長率を+2.3%と予想した。前回8月時点でのそれぞれ+2.2%、+2.6%から下方修正となった。建築基準法改正による建設投資低迷の影響に加え、2008年米国経済成長率見通しの下方修正、円高進行、原油価格上昇など、この間の外部環境変化が下方修正の主な背景である。2007年度から2008年度にかけて成長率は上昇傾向を辿り、戦後最長の景気回復軌道が予測期間内は持続するとの見通しは不変である。

実質 GDP の内訳

	2006年			2007年		2007年 7-9月期
	4-6月期	7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期	
実質GDP(年率)	2.1	-0.2	5.5	2.6	-1.6	2.6
実質GDP	0.5	0.0	1.3	0.7	-0.4	0.6
実質GDP[前年同期比]	2.0	1.5	2.2	2.4	1.5	2.1
内需寄与度	0.6	-0.4	1.2	0.2	-0.4	0.2
うち民間需要	0.7	-0.3	1.0	0.3	-0.4	0.3
うち公的需要	-0.1	-0.1	0.2	-0.1	0.0	-0.1
外需寄与度	-0.1	0.4	0.2	0.4	0.0	0.4
個人消費	0.5	-1.0	1.1	0.8	0.2	0.3
住宅投資	-2.1	0.8	2.2	-1.4	-4.1	-7.8
設備投資	3.7	0.9	2.3	-0.3	-2.1	1.7
民間在庫(寄与度)	0.0	0.1	-0.1	0.0	-0.1	0.1
政府消費	0.8	0.6	0.1	-0.2	0.4	0.3
公共投資	-6.0	-4.9	3.7	-1.1	-2.7	-2.6
公的在庫(寄与度)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	0.6	2.3	1.0	3.4	0.9	2.9
輸入	1.2	-0.2	-0.2	0.9	0.8	0.5
名目GDP(年率)	1.3	-0.7	5.9	1.2	-1.2	1.4
名目GDP	0.3	-0.2	1.4	0.3	-0.3	0.3
名目GDP[前年同期比]	0.9	0.7	1.6	2.1	1.2	1.8
デフレーター[前年同期比]	-1.1	-0.7	-0.5	-0.3	-0.3	-0.3

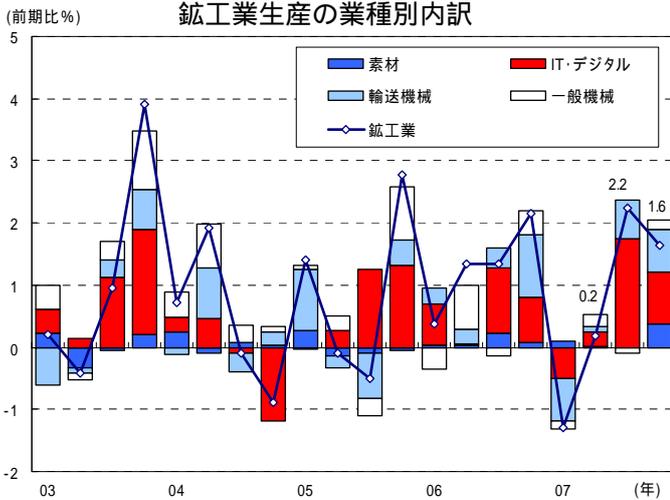
(注)特にことわりが無いものは前期比%。
(出所)内閣府、野村証券金融経済研究所

鉱工業生産で見る景気局面



(注)2007年10-12月期は予測調査に基づく試算値、それ以降は野村証券金融経済研究所による予測値。<1>-<4>は2002年年初に始まる今次景気拡大局面での上昇フェーズを表す。
(出所)経済産業省、野村証券金融経済研究所作成

鉱工業生産の業種別内訳



(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10-12月期は10・11月の生産予測指数に基づく(試算値、過去3ヵ月間の実現率、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)経済産業省資料より野村証券金融経済研究所作成

国内経済は回復軌道を辿る

2007年7-9月期の実質GDP成長率(1次速報)は、前期比年率+2.6%と前期の同-1.6%を大きく上回った。これは、日本経済が脆弱性を抱えつつもなお回復基調を続けていることを裏付けるものである。

実質輸出が前期比+2.9%と大幅に増加する一方、実質設備投資は前期比+1.7%と3四半期振りに増加した。他方、実質住宅投資は前期比-7.8%の大幅減少を記録し、また実質個人消費も前期比+0.3%と力強さが感じられない。輸出、設備投資からなる企業需要の堅調と家計需要の足踏みというコントラストが鮮明となっている。

国内経済は低空飛行から緩やかな加速へ

景気情勢を敏感に反映する鉱工業生産は足下で明確な回復傾向を示しており、国内経済は今次回復局面での第4の上昇フェーズに移行しつつあると考えられる。しかし、米国景気減速の可能性、原油価格上昇、円高進行、株価下落、建築基準法改正の影響など、国内経済は内外両面から先行きになお懸念材料を抱える「内憂外患」の状態にある。国内経済はしばらく低空飛行で推移する「鍋底的」な状態を続けよう。

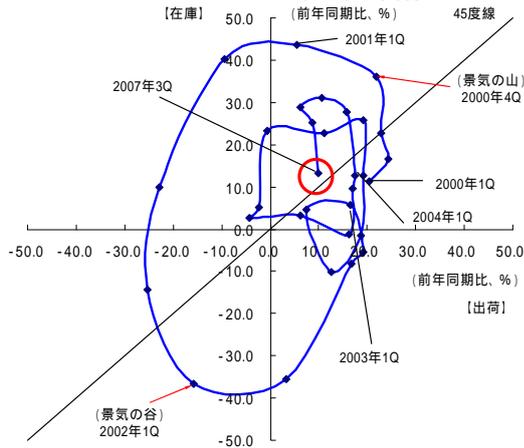
しかし、輸出先が分散化されるなどの構造変化進展を踏まえれば、米国景気減速、原油価格上昇など外部環境悪化によって国内景気が一気に腰折れてしまう可能性は限られよう。建築基準法改正の影響剥落、団塊世代の退職による賃金押し下げ効果の緩和、2008年度予算での政府から家計への所得移転増額、米国経済の持ち直し等を背景に、日本経済は2008年半ば頃に再び増勢を強めることが期待される。

景気は第4の上昇フェーズへ移行

7-9月期の鉱工業生産は前期比+2.2%と顕著に増勢を強め、10-12月期も前期比+1%を上回る増加率が見込まれる。日本の鉱工業生産全体に対して平均2四半期程度の先行性を持つ米国の耐久消費財生産が、4-6月期に続いて7-9月期も回復傾向を鮮明にしている点なども踏まえれば、少なくとも2008年1-3月期までは、日本の鉱工業生産の増勢が維持されると考えられる。

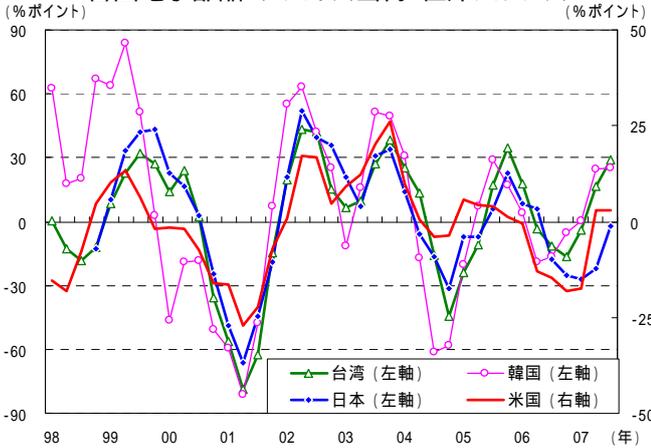
昨年来、生産活動を抑えてきた2つの重石が次第に外れつつあることが、足下の生産活動を活発化させていよう。IT部門の在庫調整に一巡感が広がってきたこと、輸出が鈍化傾向を脱し、再び増勢を強め始めていることである。

IT・デジタル分野の在庫循環



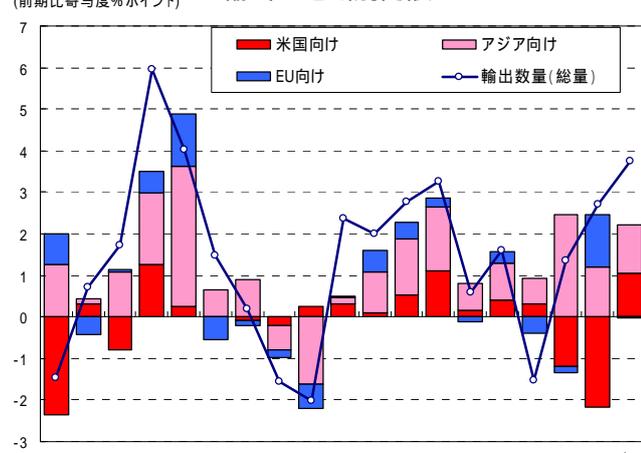
(注) 1. 「景気の山」、「景気の谷」は内閣府の景気基準日付による。
 2. 情報化関連財（経済産業省発表）は情報化資本財と情報化生産財の合計。
 (出所) 経済産業省の統計より野村証券金融経済研究所作成

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. 在庫は各期の期末値、または最新月の数値。台湾の出荷は7・8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

輸出の地域別内訳



(注) 1. 数量指数は、金額指数を2000年の名目額を利用して実質化し、それを価格指数で除したものの。
 2. 対EU輸出入は、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27カ国ベースの計数を過去に延長している。
 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

IT部門の調整は一巡へ

出荷、在庫の前年同期比の組み合わせで示される IT・デジタル分野の在庫循環は、2007年10-12月期にも45度線を下回り、調整局面を脱することが期待される。過去の例に照らせば、そのタイミングは景気が踊り場を脱して増勢を強めるタイミングと概ね重なる。

日本での IT・デジタル分野の調整一巡は、海外での同分野の調整一巡と平仄を合わせた現象と位置づけられよう。台湾、韓国あるいは米国では、4-6月期に電子部品・デバイスの出荷在庫バランスが一気に改善し在庫過剰感が解消に向かったが、日本もこうした流れを後追いつている。

さらに日本では、IT・デジタル分野の在庫循環が、その他業種の在庫循環に先行する傾向が見られる点にも注意したい。

輸出環境も改善へ

一方、足下の輸出は持ち直し傾向を示している。7-9月期の実質輸出は前期比+2.9%と大幅に増加したが、貿易統計から地域別輸出動向を見ると、米国向け及びアジア向け輸出増加の貢献が大きい。

品目別動向に注目すると、輸出増加の原動力となっているのが半導体を中心とする IT 関連財と自動車の2分野である。自動車輸出については、最大輸出先の米国向け輸出は低迷が続いているものの、中東、ロシアなどエマージング諸国向け輸出が好調であるため、輸出金額（中古自動車を含む）は前年比で2桁ペースを維持している。

設備投資も持ち直し

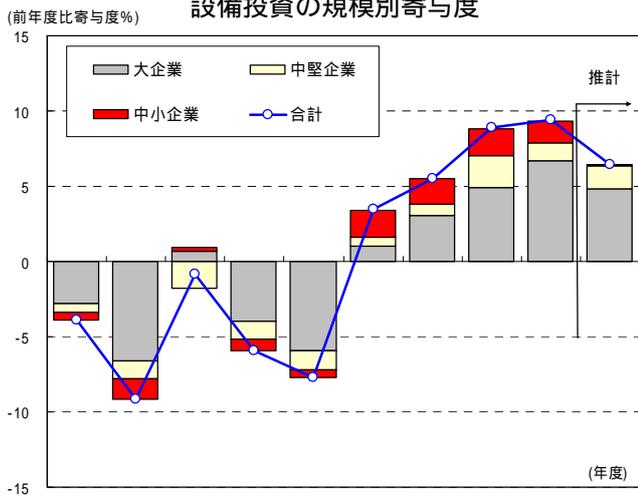
IT 分野の在庫調整一巡と輸出の持ち直しは、今年前半に予想外の低迷を示した設備投資をも再び活発化させている。統計上の誤差も含まれたと見られるが、実質設備投資は2007年1-3月期、4-6月期と2四半期連続で減少した後、7-9月期は前期比+1.7%と比較的高い増加率を示した。

ただし、10-12月期以降の建設投資には、6月の建築基準法改正に伴う混乱の影響が表面化することが見込まれる。同期の実質建設投資は前期比12%程度減少し、実質GDPを0.2%ポイント程度押し下げると予想される。

設備投資に大きな影響を与える輸出も年明けにかけて再び増勢を落とすことが予想されることから、設備投資は増加基調を維持しながらも、しばらくは力強さを欠くことが考えられる。

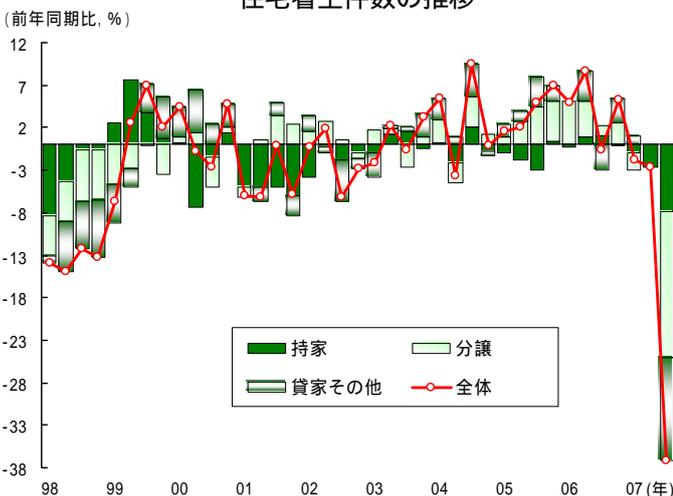
また、中小企業の設備投資の弱さも見逃せない。個人消費の低迷が、中小企業の売上高及び収益環境を損なっ

設備投資の規模別寄与度



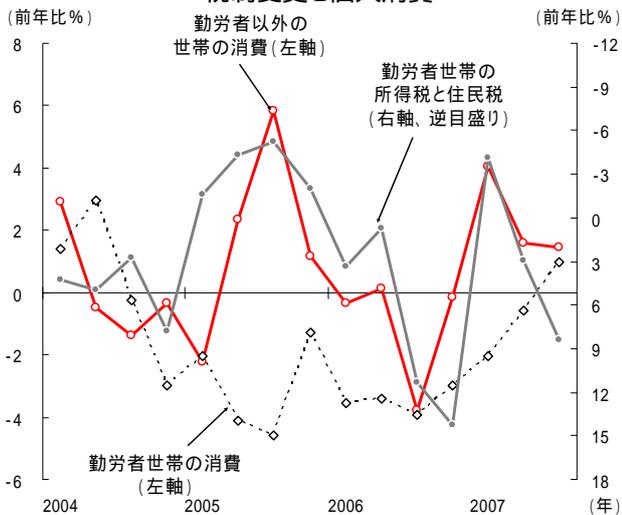
(注) 1.土地を含み、ソフトウェアを除く。
2.2007年度は、9月調査と1990年度以降の景気拡張期の修正パターンに基づいた推計値。
(出所)日本銀行資料より野村証券金融経済研究所作成

住宅着工件数の推移



(出所)国土交通省資料より野村証券金融経済研究所作成

税制変更と個人消費



(注) 1.農林漁家世帯を含む二人以上の世帯が対象。勤労者以外の世帯には、世帯主が個人営業主や法人営業者、会社団体の役員、自由業者、無職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

ていることが背景の一つであろう。大企業・製造業の設備投資が過去数年間に大幅に拡大し、更新投資、能力増強投資も既に相当分実施されたと見られる点を踏まえると、今後、設備投資全体が堅調を持続できるか否かの鍵を握るのは、非製造業及び中小企業の設備投資活動であろう。そして、それはまさに個人消費の持ち直しに大きく依存することになると考えられる。

住宅投資の大幅減少

設備投資、輸出という企業関連需要が足下で持ち直し傾向を示しているのとは対照的に、家計需要、特に住宅投資は低迷を続けている。9月の住宅着工件数は前年同月比-44.0%と大幅下落を記録した。7月の同-23.4%、8月の同-43.3%から下落幅は拡大傾向を辿っている。耐震強度偽装事件を契機に、6月に建築基準法が改正され、建築確認の審査が大幅に厳格化されたことが大きく影響したものである。その結果、GDP統計の実質民間住宅投資は7-9月期に前期比-7.8%の大幅減少を示し、同期の実質GDPを0.3%押し下げた。

一方、住宅着工件数の季節調整済前月比に注目すると、7月が前月比-30.1%、8月が同-23.0%、9月が同-1.2%と、下落幅は縮小してきている。政府は事態収拾に向けた対応を積極的に進めており、また一部での規制緩和も検討されていることから、今後、事態は安定化に向かうことが期待される。ただし、住宅着工が正常化するスピードに関しては依然不透明である。

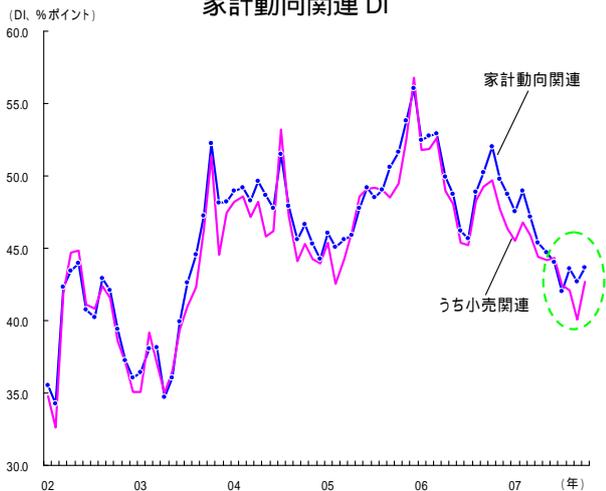
7-9月期の住宅着工件数の下落(前年同期比-37.1%)が仮に1年間続いた場合でも、個人消費の押し下げ効果は0.16%にとどまると試算される。実際には、住宅着工戸数が今後持ち直し傾向に向かうとすれば、個人消費への悪影響はさらに小さくなる。個人が住宅購入から消費に資金を振り向ける効果も考えられることから、住宅着工下落が個人消費に与える悪影響については、あまり深刻に考えるべきではないだろう。

10-12月期の実質住宅投資は幅を縮小させつつもなお下落を続ける可能性が高く、前期比で増加に転じるのは2008年1-3月期と現時点では見込んでおきたい。

個人消費はやや安定化

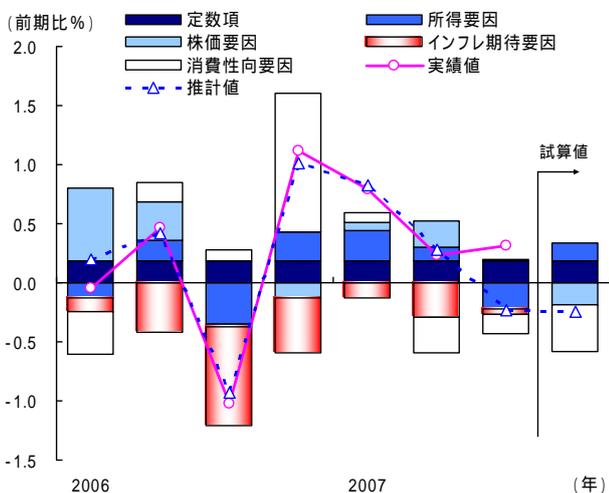
実質住宅投資の大幅低下と比べると、7-9月期の実質個人消費は前月比+0.3%と、力強さは欠くものの比較的安定を維持していたと評価できる。6月の住民税率引き上げの悪影響を考慮すれば、予想外の健闘とも言える。高額所得者を多く含む勤労者世帯以外の消費は、税制変更の影響を大きく受けたものの、勤労者世帯の消費が安定的に移移したためと見られる。

家計動向関連 DI



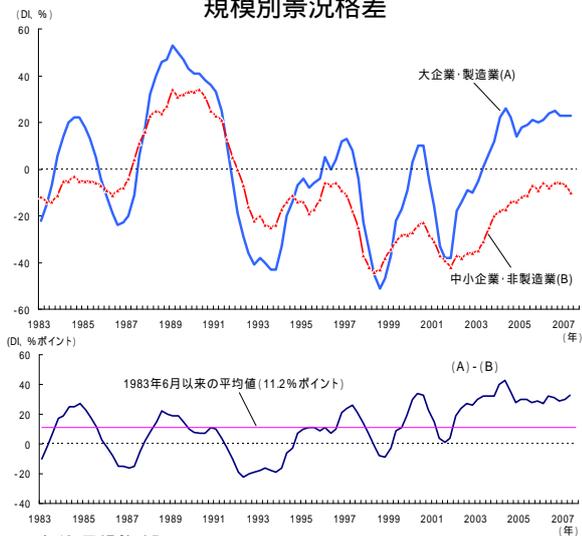
(注) 季節調整値。季節調整は野村証券金融経済研究所による。
(出所) 内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

物価上昇期待と個人消費



(注) 1. 所得要因は、きまって支給する給与指数(30人以上の事業所、全産業)を消費者物価指数を用いて実質化した値。
2. 株価要因は、東証株価指数(TOPIX)第1部総合。
3. インフレ期待要因は、カールソン・パーキン法を用いて推計。
4. 消費性向要因は、前期の平均消費性向の2四半期平均値からの乖離。短期的な要因によって振れた消費性向が元に戻る変化を示す。
5. 2007年1-3月期と4-6月期に所得税減税に対応したダミー変数を用いて推計しているが、グラフの見やすさを重視して表示していない。
(出所) 内閣府、総務省、東京証券取引所、気象庁資料より野村証券金融経済研究所作成

規模別景況格差



(出所) 日銀『短観』

家計調査統計の実質家計消費支出は、7月に前月比-1.2%と大幅に下落した。住民税率引き上げの影響のみならず、地震、悪天候、物価上昇懸念も個人消費の押し下げに寄与したと見られる。しかし、8月の実質家計消費支出は前月比+0.4%、9月は同+0.7%と持ち直し、この結果、7-9月期平均の個人消費は前期比で比較的安定した増加率を維持したのである。内閣府公表の『景気ウォッチャー調査』の家計動向関連 DI (現状判断) で見ても、7月を底に持ち直し傾向が確認できる。住宅市場の調整が個人消費に与える悪影響も、今のところは明確には確認できない。

しかし、家計の所得環境は依然として脆弱である。7-9月期の実質雇用者報酬は前期比-0.2%と、2四半期連続で下落している。ガソリン価格や食料品価格などの上昇懸念も個人消費を抑制することが見込まれる。個人消費の先行きについては、なお楽観を許さない情勢であると言える。

際立つ経済格差の拡大

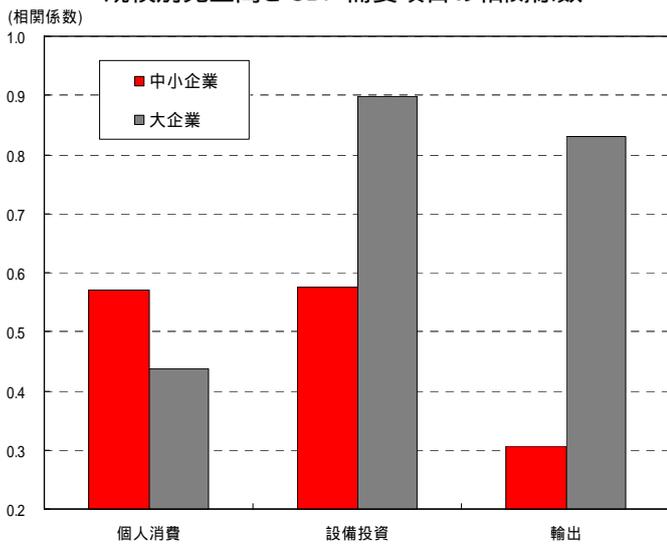
企業を取り巻く環境は概して改善しているのに対し、個人の経済活動は総じて足踏み状態を続けており、企業と個人との間の経済格差が際立っているのが現状である。企業間の格差も同時に拡大している。

『日銀短観(9月調査)』では、円高・株安進行、米国経済の不透明感増大など外部環境が悪化しているにもかかわらず、大企業製造業の業況判断(最近)は前回の6月調査と同水準にとどまった。他方、中小企業あるいは非製造業の景況感はいよほど厳しく、中小企業非製造業の9月の業況判断(最近)は、今次景気回復局面では初めて2四半期連続での低下を記録している。

大企業製造業と中小企業非製造業の業況判断(最近)の格差は33%ポイントと、1983年以来の平均水準である11%ポイントを大きく上回っており、かつ足下で再び上昇傾向を見せ始めている。さらに、企業と家計の格差、企業間の格差拡大は、地域間での経済活動の格差拡大としても認知されるところである。

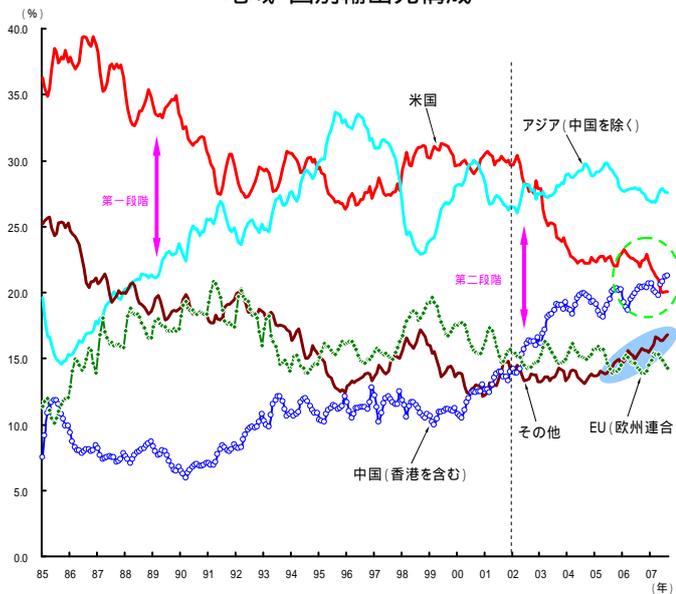
企業間格差、地域間格差は、輸出・設備投資に比して家計支出が脆弱であるという需要サイドから見た景気拡大パターンと深く結びついている。企業規模別売上高とGDP需要項目の相関係数を計測すると、中小企業の売り上げは個人消費の影響を相対的に大きく受ける一方、大企業は輸出及び設備投資の影響を受けやすいという傾向が明らかに観測される。

規模別売上高と GDP 需要項目の相関係数



(注) 相関係数の計算には、1996年以降の前年比の4四半期後方移動平均値を使用。
(出所) 財務省、内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

地域・国別輸出先構成



(注) 3ヶ月移動平均値。
(出所) 財務省統計より野村證券金融経済研究所作成

地域・国別輸出先構成の変化

	2002年			2007年			構成比変化幅
	構成比	前年比変化率	寄与度	構成比	前年比変化率	寄与度	
全体	100.0		6.4	100.0	12.8	12.8	0.0
米国	28.5	1.1	0.3	20.6	2.7	0.6	-8.0
アジア	43.1	13.7	5.5	47.8	14.1	6.7	4.7
中国	15.7	23.8	3.2	20.4	18.9	3.7	4.8
NIEs	22.7	11.1	2.4	22.7	8.8	2.1	0.0
インド	0.4	0.1	0.0	0.8	36.1	0.2	0.3
太平洋	2.5	13.0	0.3	2.4	10.6	0.3	-0.1
EU	14.7	-1.9	-0.3	15.1	14.8	2.2	0.4
中東	2.7	11.5	0.3	3.5	37.4	1.1	0.8
アラブ首長国	0.7	18.4	0.1	1.0	24.3	0.2	0.3
サウジアラビア	0.9	7.5	0.1	1.0	66.1	0.5	0.1
中南米	3.9	-6.1	-0.3	4.9	22.8	1.0	1.0
ブラジル	0.4	-24.6	-0.2	0.5	25.7	0.1	0.1
中東欧・ロシア	0.7	22.7	0.1	2.7	50.3	1.0	2.0
ロシア	0.2	35.8	0.1	1.4	60.2	0.6	1.2
アフリカ	1.2	14.1	0.2	1.6	21.0	0.3	0.4
南アフリカ	0.4	7.0	0.0	0.6	13.7	0.1	0.3

(注) 1. 2007年は上期の数値。単位は%。
2. 各国・地域は全てを網羅していないため、構成比の合計は100%にならない。
(出所) 財務省統計より野村證券金融経済研究所作成

輸出構造の変化に注目

このような多様な経済格差を内包しつつ、国内景気は当面低空飛行を続けると見込まれる。ただし、米国景気減速や原油価格上昇など外的ショックによって景気が失速に至る可能性は限られよう。この点を検討するために、以下では日本の輸出構造の変化に注目しよう。

日本の輸出構造という点から、2007年は恐らく歴史に残る年となる。日本にとっての最大の輸出相手国が、米国から中国(香港を含む、以下同様)に切り替わる可能性が高いのである。2007年上期の対米輸出額が輸出全体に占める比率は20.6%であったのに対して、対中国輸出の比率は20.4%と既に肩を並べている。

しかし、これをもって日本経済が米国経済に強く依存する戦後以来の基本構図を脱して、中国経済の影響を非常に強く受けるようになった、いわば中華経済圏に取り込まれたとまで判断するのは短絡的過ぎよう。中国向け輸出の急速な拡大は、米国への完成品の直接輸出から、生産コストが安い中国に部品・原材料を輸出し現地生産した完成品を米国に間接輸出する、いわば迂回輸出の拡大という側面が強いのである。

多様化する日本の輸出先

しかし、日本の輸出先が米国から他国へと分散化、多様化する傾向は、対中国以外でも顕著である点は見逃せない。2002年から2007年上期の約5年間で、米国の輸出構成比は8.0%ポイント低下した。他方で、中東欧・ロシアの輸出構成比は、この間2.0%ポイント上昇している(うちロシアが1.2%ポイント)。また中南米の輸出構成比は1.0%ポイント、中東の輸出構成比は0.8%ポイント、アフリカの輸出構成比は0.4%ポイント、それぞれ上昇している。このエマージング4地域合計では4.2%ポイントの上昇に達しており、同時期の米国の輸出構成比低下の半分強を占めるに至っている。

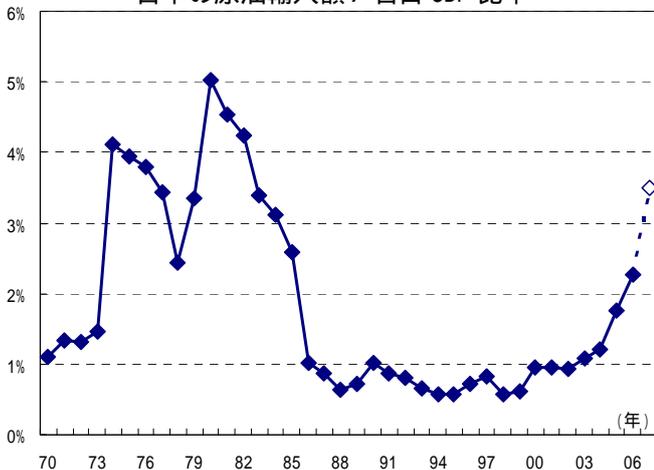
輸出を品目別に見ると、IT関連財はアジア地域へ、自動車はロシア、中東地域へと、急速に米国離れが進んでいるのが現状である。そして注目されるのは、既に見た足下での輸出持ち直し、生産持ち直しの牽引役を担っているのが、まさに輸出先で米国離れが最も急速に進んでいるIT関連財と自動車の2分野である。この点を踏まえれば、米国経済の下振れに対しても日本経済は強い抵抗力を発揮し、景気回復傾向が維持される公算が高いと判断しておきたい。

品目別地域別輸出構成比率の変化

		米国		EU		アジア		NIEs		アセアン		中国		中東		ロシア	
自動車	90-94年	41.9	17.6	10.5	3.8	5.0	1.2	6.6	0.2								
	95-99年	42.2	18.3	10.4	3.5	5.8	0.9	6.6	0.3								
	00-04年	47.1	15.5	8.1	2.8	3.9	1.6	7.7	0.9								
	05-07年	40.2	15.9	7.7	2.7	3.3	1.7	8.7	4.9								
	03年	42.9	17.4	9.4	2.9	4.3	2.5	8.2	1.1								
	04年	38.9	19.0	9.1	2.8	4.5	1.9	8.0	2.2								
	05年	40.1	16.5	8.2	2.9	4.0	1.4	8.7	3.4								
06年	42.9	14.9	7.0	2.6	2.9	1.5	8.3	5.0									
07年	37.8	16.5	7.8	2.6	3.1	2.1	9.0	6.4									
電気機器 (除く半導体)	90-94年	28.1	20.6	36.0	23.3	14.0	3.8	3.1	0.5								
	95-99年	28.2	18.7	42.5	25.4	15.9	5.9	2.2	0.4								
	00-04年	26.4	19.5	45.0	24.9	12.6	10.5	1.6	0.2								
	05-07年	21.0	17.9	51.1	23.7	11.8	17.6	1.9	0.4								
	03年	23.4	19.5	48.2	25.4	12.0	13.2	1.6	0.3								
	04年	22.1	19.8	49.0	26.2	11.7	13.5	1.8	0.3								
	05年	22.4	18.3	49.6	24.7	11.6	15.5	1.7	0.4								
06年	20.8	17.6	51.2	23.8	11.9	17.6	1.8	0.4									
07年	19.8	17.7	52.4	22.8	11.9	19.6	2.1	0.3									
半導体	90-94年	26.6	12.0	56.5	42.9	23.3	1.2	0.1	0.0								
	95-99年	21.1	10.8	65.1	41.3	32.5	3.1	0.1	0.0								
	00-04年	11.4	8.8	77.1	43.9	29.9	12.4	0.1	0.0								
	05-07年	7.1	9.1	81.7	45.0	24.9	19.4	0.1	0.0								
	03年	7.5	7.1	82.4	45.4	27.3	17.5	0.1	0.0								
	04年	7.4	8.7	81.8	46.6	26.3	17.0	0.1	0.0								
	05年	7.0	9.5	81.1	47.2	26.1	16.3	0.1	0.0								
06年	7.3	9.1	81.4	44.7	24.5	19.6	0.1	0.0									
07年	6.8	8.8	82.5	43.2	24.0	22.4	0.1	0.0									

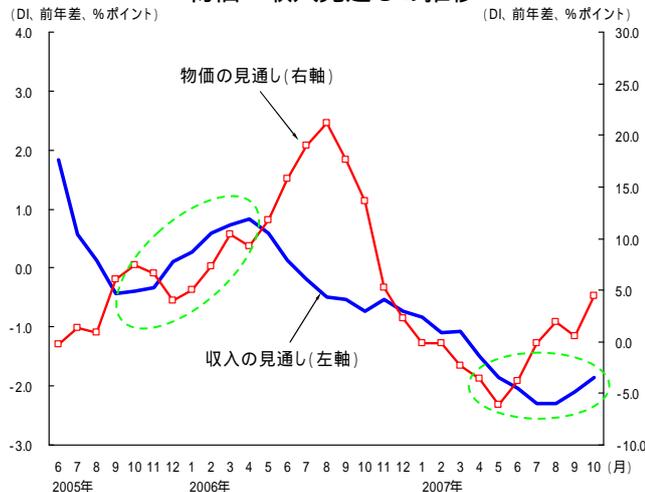
(注) 1.各品目の国別・地域別輸出構成。
2.単位は年平均%。07年は上期の計数。
(出所)財務省統計より野村證券金融経済研究所作成

日本の原油輸入額 / 名目 GDP 比率



(注) 1.原油輸入額は「貿易統計」における「原油及び粗油」。
2.原油輸入額/名目GDP=(原油輸入数量/実質GDP) × (原油輸入価格/GDPデフレター)となり、実質GDPにおける原油利用率の推移と原油とGDPデフレターの相対価格によって負担額を計測している。
3.白抜きはWTIスポット(ドル/バレル)が100ドルとなったときで、1ドル=115円で換算、原油輸入数量を過去5年平均、名目GDPを2006年として算出。1980年のWTIの水準も同様。
(出所)財務省、内閣府資料より野村證券金融経済研究所

物価・収入見通しの推移



(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。一般世帯。
(出所)内閣府「消費動向調査」より野村證券金融経済研究所作成

日本経済は原油価格上昇にも抵抗力

またロシア、中東など、産油国向けの輸出比率が高まっていることで、原油価格上昇に対する日本経済の抵抗力を高める効果も期待される。原油価格上昇が当該国の経済を刺激し、日本からの輸入を増加させるためである。

輸出構造変化という要因を除いても、エネルギー効率を高めた日本経済は、かつてに比べて原油価格上昇に対する抵抗力が高いものと想定される。名目GDPに占める原油輸入額の比率を計算すると、第2次石油危機時の1980年のピークの水準に達するためには、原油価格はWTIで140ドル/バレル程度まで上昇することが必要となる。現状の原油価格の水準で、日本経済が甚大な悪影響を受けるとは考えにくい。

2008年半ば頃から成長率は緩やかに加速へ

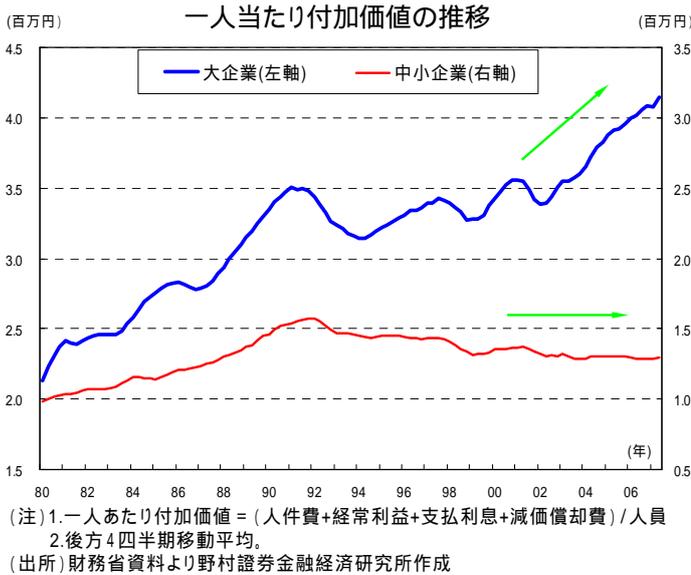
国内経済は、内外両面から先行きになお多くの不透明材料を抱える「内憂外患」の状態にある。景気失速は免れようが、比較的堅調な企業部門と対照的に、家計部門の経済活動が力強さを欠く「片肺での低空飛行」の成長をしばらくは余儀なくされよう。しかし、2008年半ば頃を分岐点として、国内経済は、成長率が緩やかに加速する本格的な上昇フェーズへと移行していくことが見込まれる。

この際に重要なのは、個人消費が一定程度の景気牽引役を果たすことが期待される点である。個人消費の持ち直しは、中小企業、非製造業、地方経済など脆弱さが目立つ分野にとって相対的に追い風となり、今次景気回復時に特徴的な各種の格差拡大に歯止めをかける効果を生じさせよう。この点から、2008年の国内経済は、単に成長率が高まることが見込まれるにとどまらず、質的に大きな変化を遂げることが期待されるのである。

2008年半ばにかけて個人消費を押し上げ、緩やかな成長加速に貢献することが期待される要因は、継続的な労働需給逼迫を背景とする賃金上昇率の緩やかな高まり、団塊世代の退職加速に伴う所得抑制圧力の緩和、家計に対する政府移転の拡大、などである。

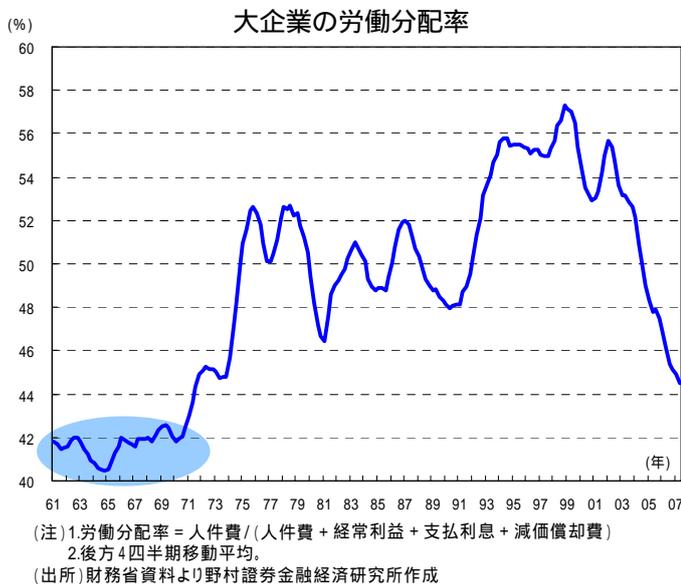
賃金に安定化の兆候

足下の失業率は、7月の3.6%から8月には3.8%、9月に4.0%と急速に上昇しているが、失業率が2003年以来の低下基調を脱し、上昇基調に転じたと判断するのは正しくないだろう。これは春先から夏場にかけて失業率が急速に低下したことの反動という、統計上の振れによるところも大きいと考えられる。四半期平均値で見れば、4-6月期は3.8%、7-9月期も3.8%と安定基調は続いている。国内景気が回復軌道を辿る中、緩やかな失



業率の低下傾向も続き、これが賃金上昇圧力を徐々に高めることが期待される。現金給与と総額の前年同月比を見ると、8月は+0.6%、9月は-0.5%と、振れている点には注意が必要であるが、前月比で見れば8月は+1.0%、9月は+0.2%と2カ月連続で増加しており、既に安定化の兆しを確認することができる。

さらにサーベイ調査でも、個人の所得見通しに改善傾向が観測される。内閣府の『消費動向調査』に含まれる収入見通しDI(一般世帯)は、前年差で1年半ぶりに上昇を兆している。現状ではガソリン価格、食品価格を中心に物価上昇期待が高まっており、これが消費を抑制している側面があると見られる。しかし、後に見るように、食品価格上昇の消費者物価への影響は実際には限られる。過度な物価上昇期待が今後沈静化する中で、収入増加期待が個人消費の持ち直しへと繋がる経路が期待される。

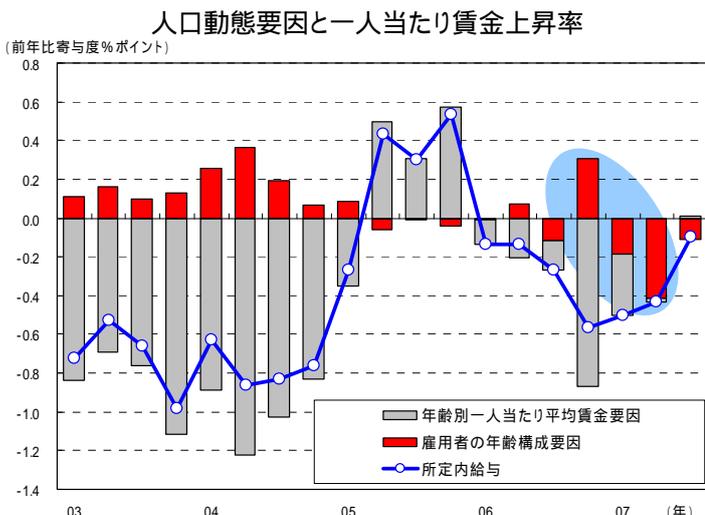


賃金上昇の鍵は大企業

大企業では労働生産性の改善が顕著であるが、その労働者への成果配分としての(実質)賃金上昇は顕著に見られないのが現状である。生産性向上が新規雇用需要を抑制している一方、労働者の大企業志向、即ち賃金水準が低迷していても大企業に職を求める、あるいは大企業からの離職を嫌う傾向が相まって、労働需給の逼迫が回避され、賃金低迷が促されている側面もあろう。この結果、大企業では急速な労働分配率の低下が見られる。

労働生産性の顕著な改善が見られない中小企業では、賃金上昇は相対的に見込みがたく、今後の賃金上昇の鍵を握るのは大企業と見られる。

大企業の労働分配率は既に歴史的低下水準に達しており、さらなる低下余地は大きくないと考えられる。これが今後、賃金上昇傾向に繋がっていくかどうか注目しておきたい。



賃金低迷の背景に団塊世代退職

昨年末から一人当たり賃金上昇率が予想外に低迷した背景には、相対的に賃金水準が高い高齢者層、即ち団塊世代の退職という人口動態要因が少なからず作用した点にも留意しておきたい。60歳で定年退職を迎える人口の数が時間経過と共に変動するため、これが一人当たり賃金統計を攪乱している側面がある。とりわけ2006年10-12月期から2007年4-6月期にかけては、こうした要因によって一人当たり賃金上昇率は大幅に変動した。しかし、その後は退職者の増加ペースが低下することなどで、一人当たり賃金の押し下げ圧力が緩和しているものと見られる。

民主党の経済政策とその経済効果

(%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		+0.04
最低賃金引き上げ	+0.05		+0.01
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

団塊世代の退職ペースが低下することは、一人当たり賃金の押し下げ圧力を緩和させるばかりでなく、雇用者数削減圧力も緩和させることから、短期的には所得環境全体に好影響を与え、個人消費持ち直しの一つの契機となることも期待される。

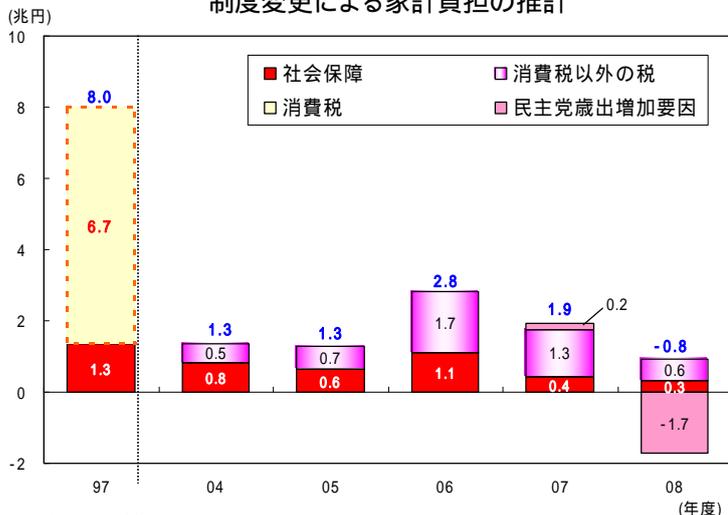
2008年度予算は家計需要に追い風に

国内の政治動向は不透明であるが、年内に衆院解散・総選挙へと一気に情勢が流動化する可能性は依然限られよう。衆院解散・総選挙の時期は、来春の2008年度予算成立後となる可能性を最も高く見ておきたい。

この場合、2008年度予算は7月の参院選で躍進し、第一党となった野党・民主党の影響を強く帯びるものとなろう。民主党は児童手当拡充、農家への補助金拡大など、政府から家計への所得移転を促す経済政策を前面に掲げており、既に今国会で関連法案を提出している。政府は国会運営が膠着し、早期解散総選挙へと一気に向かうような事態を回避するために、民主党と妥協し、同党の経済・財政政策を部分的に受け入れざるを得ない情勢である。

仮に、民主党のマニフェストで掲げている経済政策のうち3分の1が2008年度予算に反映される場合を想定すると、実質個人消費は0.4%程度押し上げられる計算となる。さらに、2008年度は家計に大きな負担を強いる増税策や社会保障制度改革も予定されていないことから、雇用者所得増加が個人消費の持ち直しへと繋がりがやすい環境になると言えよう。

制度変更による家計負担の推計



(注)1.太字は合計値。
 2.いずれも野村証券金融経済研究所による推定値。
 3.試算は2007年11月16日時点で明らかになっている情報に基づく。
 (出所)各種資料より野村証券金融経済研究所作成

消費者物価は緩やかに上昇へ

消費者物価(生鮮食品を除く、以下同様)は、2007年2月以来、前年同月比で下落基調にある。しかし、主として原油価格上昇の影響から、2007年11月には10カ月振りに上昇に転じる可能性が高い。

消費者物価のより基調的な動きを把握するために、石油製品、公共料金、米類を除いた基調部分の物価を計算すると、最新9月分で前年同月比-0.1%と依然下落基調にあるものの、6月分と同-0.3%から3カ月連続でわずかに縮小傾向を辿っている。これは、しばしば指摘される食品価格上昇によるものとは言えない。生鮮食品を除く食品価格は、6月の前年同月比+0.3%から9月は同+0.2%へと、むしろ上昇幅を低下させているのである。

家賃の下げ止まりや賃金の安定化を背景にした各種サービス価格の改善が、基調部分の物価下落幅縮小に繋がっていく。景気回復持続と緩やかな賃金上昇を背景に、基調部分の物価は2008年年初から前年比で上昇基調を定着させると見込まれる。

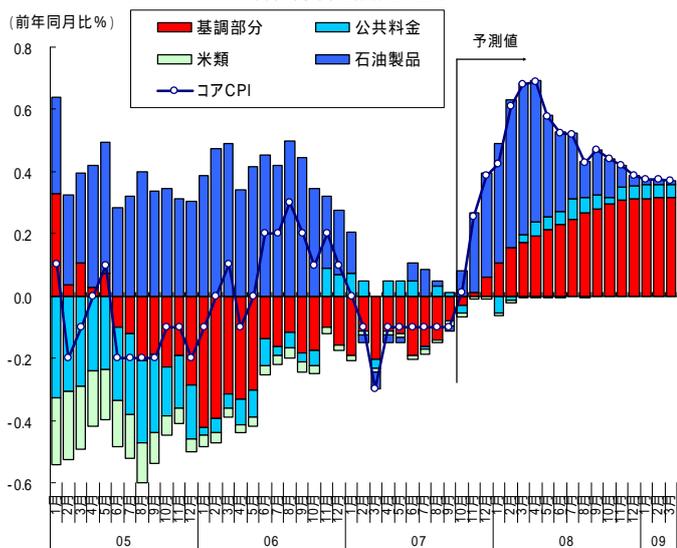
可処分所得見通し

兆円(前年比%)

年度		2005	2006(予)	2007(予)	2008(予)
受取	雇用者所得	221.6 (1.3)	224.4 (1.3)	224.9 (0.2)	229.3 (2.0)
	年金等	70.9 (1.0)	72.5 (2.2)	74.3 (2.4)	77.1 (3.8)
	その他	88.1 (0.1)	91.0 (3.4)	95.7 (5.1)	100.9 (5.4)
支払い	税負担	25.8 (7.8)	27.1 (5.1)	28.4 (4.7)	29.7 (4.5)
	社会保険料	28.9 (2.5)	30.4 (5.2)	31.0 (2.1)	32.4 (4.4)
	その他	35.6 (-2.3)	35.8 (0.5)	36.0 (0.6)	36.5 (1.6)
名目可処分所得	290.3 (0.7)	294.7 (1.5)	299.4 (1.6)	308.6 (3.1)	

(注)1.2000年基準。
 2.2006年度以降は野村証券金融経済研究所による予測値。
 (出所)内閣府、野村証券金融経済研究所

消費者物価見通し



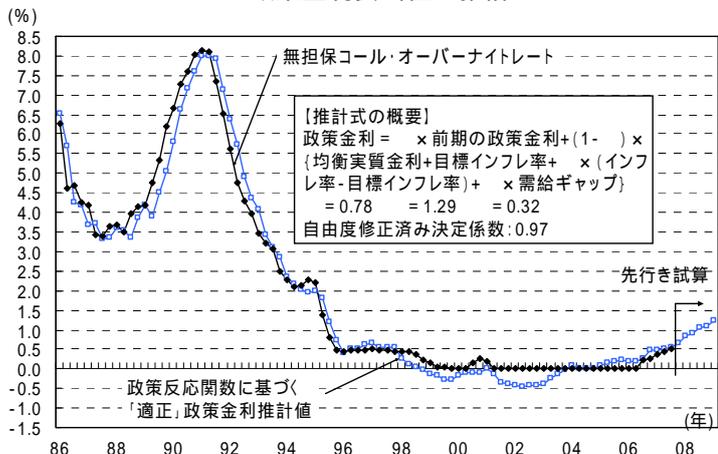
(注)1.コアCPIは全国の生鮮食品除く消費者物価指数。公共料金には携帯電話通信料を含む。基調部分はコアCPIから公共料金、石油製品、米類を除いたもの。
 2.2007年9月までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、10月以降、WTIが84.5ドル/バレル、円ドルレートが116.0円/ドルで先行き一定を仮定。
 3.四捨五入により寄与度合計と全体が一致しないことがある。水準から算出しているため、総務省公表の伸び率と異なる場合がある。
 (出所)総務省資料より野村証券金融経済研究所作成

消費者物価の内訳

	変化率	寄与度
全体	-0.20	-0.20
食料 (生鮮食品を除く)	0.10	-0.10
住居	0.20	0.04
光熱・水道	0.00	0.00
家具・家事用品	0.19	0.01
被服及び履物	-1.75	-0.06
保健医療	0.58	0.03
交通・通信	0.40	0.02
教育	-0.49	-0.07
教養娯楽	0.69	0.03
教養娯楽	-1.21	-0.13
諸雑費	0.30	0.02

(注)計数は2007年9月の前年同月比(%)。
 (出所)総務省

政策金利妥当値の推計



(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10-12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

政策金利引き上げの方向は変わらず

日銀は2007年2月に政策金利(無担保コールレート翌日物の誘導目標、以下同様)を0.25%から0.50%へと引き上げたが、それ以降は政策金利を据え置いている。米国サブプライムローン問題を契機とする海外金融市場の混乱、米国景気減速リスクの高まりが背景にある。

ただし、国内景気の回復傾向が持続し、消費者物価も早晚上昇基調に戻る事が展望される中、日銀は引き続き政策金利の引き上げを目指すだろう。

海外金融市場の安定回復、米国経済の失速回避、並びに米国金融緩和の一巡を確認した上で、日銀は早ければ2008年1-3月期中にも追加利上げ実施に踏み切ろう。2007年度末時点での政策金利水準は0.50～0.75%、2008年度末時点では1.00～1.25%と見込まれる。これは、野村証券金融経済研究所の経済見通しに基づいた政策金利妥当値の推計結果ともほぼ一致している。今後予想される金融引き締め策は、景気・物価情勢の改善に合わせて慎重に実施されるため、景気回復基調を損なうリスクは限られると見ておきたい。また、景気に深刻な打撃となるような急速な円高を招来する可能性も低いだろう。

2007年度・2008年度経済見通し

野村証券金融経済研究所は、今回2007年度実質GDP成長率を+1.6%、2008年度実質GDP成長率を+2.3%と予想した。前回8月時点でのそれぞれ+2.2%、+2.6%から下方修正となった。建築基準法改正による建設投資低迷の影響に加え、2008年米国経済成長率見通しの下方修正、円高進行、原油価格上昇など、この間の外部環境変化が下方修正の主な背景である。2007年度から2008年度にかけて成長率は上昇傾向を辿り、戦後最長の景気回復軌道が予測期間内は持続するとの見通しは不変である。

景気後退は回避。2008年は巡航速度に

	(前年比,%)		
	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	2.9	2.2	2.8
国内最終需要(寄与度)	3.0	2.1	2.4
個人消費	3.1	2.9	2.6
住宅投資	-4.6	-16.3	-12.5
設備投資	6.6	4.5	6.8
在庫増減(寄与度)	0.1	-0.3	0.2
純輸出(寄与度)	-0.1	0.5	0.3
輸出	8.4	7.9	8.5
輸入	5.9	2.3	4.1
政府消費及び総投資	1.8	1.9	1.3
名目GDP	6.1	4.9	5.8
経常収支(年率、10億ドル)	-811.5	-748.6	-722.9
名目GDP比(%)	-6.2	-5.4	-4.9
失業率(%)	4.6	4.6	4.5
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

1. 2007年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%と、4-6月期の同+3.8%に続き、潜在成長率を上回るペースを示した。住宅関連を除くと、個人消費をはじめ、内需が堅調であり、外需も成長を押し上げている。2007年通年の実質GDP成長率は前年比+2.2%に達すると見込まれる。

2. もっとも、第4四半期以降から2008年前半にかけては、潜在成長率を下回る、2%台への減速が見込まれる。8月以降のサブプライム住宅ローンに端を発する金融市場での混乱から、金融機関の融資基準が厳格化、住宅ローンの一部で貸し渋りが顕在化している。このことにより、住宅市場の調整が続き、経済成長を抑制する可能性がある。

3. また、金融市場での混乱の余波や原油や商品価格高を受けて、来年前半まで、企業が、前向き在庫積み上げや生産の加速に慎重な姿勢を採る可能性が高い。

4. ただし、2007年前半に企業の在庫調整が一巡した上、その後、慎重な姿勢を反映して、企業の在庫積み上げが進んでいないことから、クリスマス商戦が低迷しても、その後の在庫調整は、小幅で、景気のリセッション入りの可能性は低いだらう。

5. サブプライム関連の証券化商品の市場性は損なわれているが、米連邦準備制度理事会(FRB)による累計で0.75%の利下げや買いオペによる介入を通じて、短期金融市場で見られた状況は8月に比べて落ち着いてきた。FRBは、フェデラルファンド・レートを据え置き、しばらく様子見の姿勢をとると見られる。

6. 2008年後半以降は、金融市場の混乱收拾やこれまでの利下げを受けて、企業は前向きに在庫を積み上げるだろう。生産の拡大とともに、設備投資の増加や失業率の再低下が見込まれる。

7. 利下げの効果は、3四半期程度で最大限になることを踏まえると、年後半にかけて景気が潜在成長率付近に加速する可能性が高い。2008年通年の実質GDP成長率は前年比+2.8%に達すると予想される。

8. このため、2008年後半には、2007年の利下げ前の「中立的な水準」に政策金利を戻すことになるだろう。現在以上に金融緩和を進めた場合、金融機関のモラルハザードや過剰なリスクテイクの再燃を促すリスク、インフレ圧力が高まるリスク、ドル安昂進のリスクが高まる副作用についてFRBは警戒している。金融緩和は、比較的短期間になるだろう。

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

	(前年比、%)		
	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	2.9	2.6	2.0
域内需要(寄与度)	2.7	2.5	1.8
個人消費	1.9	1.7	1.7
政府消費	2.0	2.0	1.3
総固定資本形成	5.4	5.1	2.9
在庫投資(寄与度)	-0.3	-0.1	-0.1
純輸出(寄与度)	0.2	0.2	0.2
輸出	8.0	6.5	5.0
輸入	7.7	6.1	4.7
消費者物価指数(CPI)	2.2	1.9	1.8
失業率(%)	7.9	7.0	6.7
経常収支(10億ドル)	-10.1	-11.7	29.3

(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

	(前年比、%)		
	2006年	2007年 (予)	2008年 (予)
実質GDP	3.1	2.5	2.0
国内需要(寄与度)	2.0	1.5	1.7
個人消費	1.1	-0.3	1.2
政府消費	0.9	2.0	1.9
総資本形成	6.7	6.9	3.1
純輸出(寄与度)	1.1	1.0	0.3
輸出	12.9	7.6	6.7
輸入	11.5	6.1	6.9
消費者物価指数(CPI)	1.7	1.9	1.8
失業率(%)	9.8	8.3	8.2
経常収支(10億ドル)	144.5	205.2	216.2

(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、ドイツ連邦銀行資料より英国野村證券作成

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	2.5	2.0
国内需要(寄与度)	3.2	2.6	1.8
個人消費	2.1	2.3	1.1
政府消費	2.4	2.1	2.5
総固定資本形成	8.0	4.7	2.6
在庫投資(寄与度)	0.0	-0.3	0.0
純輸出(寄与度)	-0.4	0.0	0.2
輸出	11.7	-7.0	2.3
輸入	11.7	-6.4	1.3
消費者物価指数(CPI)	2.3	2.4	2.1
失業率(%)	5.5	5.4	5.5
経常収支(10億ドル)	-88.1	-104.2	-98.9

(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. ユーロ圏経済の実質成長率は、2007年4-6月期に前年比2.5%まで減速してきた。これは、<1>これまでの累積1.75%におよぶ利上げの効果(0.5ポイントの押し下げ効果と試算される)、<2>2006年以來の米国経済の減速の影響が顕在化してきたためとみられる。また、景気先行指数の伸びが低下してきており、先行きの減速を示唆している。

2. 欧州中央銀行(ECB)による利上げの見送り、オペを通じた流動性の供給にもかかわらず、サブプライム問題に端を発する金融市場の混乱は、依然として予断を許さない。しかし、<1>いくつかの保守的な想定をおいた上でのユーロ圏金融機関が被る潜在的損失額は、自己資本の0.7%程度にとどまると試算されること、<2>銀行の融資基準厳格化の動きが見られるが企業部門の財務状況は良好であることなどから、実体経済への悪影響は限定的とみられる。ただし、信用不安解消には十分な情報開示が必要条件となるが、金融機関の7-9月期決算発表でもサブプライム関連の損失評価について市場の不信感は払拭されていない。

3. 一方、ユーロ圏経済が中東欧諸国など新興国向け輸出、設備投資拡大に支えられ、米国経済の減速にもかかわらず力強い拡大を続けるという見方もある。しかし、<1>ユーロ圏の設備投資が中東欧向け資本財輸出などに牽引されているとみられること、<2>中東欧諸国の米国経済減速に対する感応度が高いことを踏まえれば、欧米経済のデカップリングは構造的要因による持続的なものというよりも、米国経済減速の影響が波及するラグが長くなった結果である可能性が大きい。英国野村證券は、ユーロ圏の経済成長率について2007年前年比2.6%、2008年同2.0%と、緩やかな減速を予想する。

4. ECBは、ユーロ圏の10月消費者物価上昇率が前年比2.6%などを受け、インフレ警戒感を募らせており、金融市場混乱が解消され次第、利上げに踏み切る構えをとっている。しかし、<1>10-12月期決算発表まで金融市場の不安定な状況が長引く可能性がでてきたこと、<2>ユーロ圏景気の減速が明らかになってくるとみられること、<3>ベース効果の剥落によって2008年2月以降のインフレ率が低下しやすくなることから、追加利上げは見送り、ないし1回で打ち止めになる可能性が高まってきた。

5. なお英国では、これまでの金利上昇による住宅価格上昇率の低下、資産効果剥落による景気減速の兆しが広がりつつあり、ユーロ圏より減速幅は大きくなる。

実体経済は緩やかな加速局面へ

アジア経済予測表

2007年11月9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	5.3	5.3
韓国	4.7	4.2	5.0	4.9	5.2
台湾	6.2	4.1	4.7	4.7	4.6
香港	8.6	7.5	6.9	6.4	5.8
シンガポール	8.8	6.6	7.9	8.0	7.5
ASEAN4	5.9	5.1	5.4	5.8	5.9
インドネシア	5.0	5.7	5.5	6.3	6.4
マレーシア	6.8	5.0	5.9	6.0	5.9
フィリピン	6.4	4.9	5.4	6.4	5.7
タイ	6.3	4.5	5.0	4.4	5.2
中国	10.1	10.4	11.1	11.4	10.1
合計	7.9	7.5	8.1	8.2	7.7
(参考)					
NIEs+ASEAN4	5.9	4.9	5.4	5.5	5.5
インド	7.4	9.0	9.4	9.1	9.2

(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	2.3	2.5
台湾	1.6	2.3	0.6	1.2	1.4
香港	-0.4	0.9	2.0	2.2	3.7
シンガポール	1.7	0.5	1.0	1.7	2.0
ASEAN4	4.3	7.1	8.2	3.9	4.3
インドネシア	6.1	10.5	13.1	6.3	6.4
マレーシア	1.4	3.0	3.6	2.1	2.9
フィリピン	6.0	7.7	6.3	2.9	3.6
タイ	2.8	4.5	4.6	2.1	2.5
中国	3.9	1.8	1.5	4.5	3.4
合計	3.4	2.9	2.7	3.5	3.2
(参考)					
NIEs+ASEAN4	3.0	3.8	3.8	2.6	3.0
インド	6.5	4.4	5.4	4.4	4.5

(年)	経常収支(億米ドル)				
	04	05	06	07(予)	08(予)
アジアNIEs	839	813	873	1,051	1,167
韓国	282	166	61	31	-19
台湾	185	160	247	317	382
香港	157	202	202	270	285
シンガポール	215	286	363	433	519
ASEAN4	210	144	436	575	658
インドネシア	16	3	99	154	225
マレーシア	151	200	256	264	297
フィリピン	16	20	59	61	73
タイ	28	-79	22	96	63
中国	687	1,608	2,499	3,465	4,121
合計	1,736	2,566	3,808	5,091	5,946
(参考)					
NIEs+ASEAN4	1,050	957	1,309	1,626	1,825
インド	-25	-92	-96	-191	-273

(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. 米国サブプライム問題の影響から一時動揺をみせたアジア金融市場は、海外投資家がアジアに資金を戻す動きが広まるにつれて、安定を取り戻した。もっとも、今後、サブプライム問題により米国経済が大幅に減速する場合は、経済の開放度が極めて高いシンガポール、マレーシア、台湾が比較的強い影響を受ける可能性が高い。さらに、米国経済が景気後退局面に入れば、中国や韓国など他のアジア経済にも大きな打撃を与えると思われる。

2. アジア景気は、<1>アジア地域で最も重要な輸出品目であるエレクトロニクス製品に対する世界需要の増加率が2008年前半にピークを打つ、<2>米国経済が比較的堅調に成長を続ける、ことを前提にすれば、2008年前半までは好調を維持する公算が大きい。しかし、アジアの外需の伸びは2008年後半から2009年にかけて緩やかに鈍化すると見込まれる。エレクトロニクス関連製品に対する需要が減速するほか、インフレ率の加速が景気にマイナスの影響を及ぼす可能性が高いからだ。今後、中国では賃金上昇などの様々なコスト上昇圧力が顕在化し、構造的にインフレ率が加速すると見込まれる。これが、人民元の対米ドル為替相場の上昇と合わせて、アジア全体にインフレ圧力を及ぼす公算が大きい。足下の景気好調を考慮し、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成長率を、2007年予想を従来(3カ月前、以下同様)の+5.2%から+5.5%へ、2008年予想も+5.4%から+5.5%へと若干引き上げる。

3. 中国・インド経済はなお高成長を維持している。中国では、2007年7-9月期実質GDP成長率が前年比+11.5%を記録した。投資、民間消費、輸出のどれもが好調とみられるが、今後は金融引き締め政策の影響や前述のインフレ率加速が景気に減速圧力をもたらす可能性が高い。足下の景気好調を考慮し、中国の実質GDP成長率の2007年予想を従来+11.1%から+11.4%へ、2008年予想を+10.0%から+10.1%とそれぞれ引き上げる。人民元為替レートについては、これまで同様に緩やかに増価していくと予想する。2008年末については7.00~7.23人民元/米ドルを見込む。

4. インド経済は、インフラ開発プロジェクトが建設などの資本投資需要をもたらす、堅調を続けると見込まれる。2007年度、2008年度とも9%台の実質成長率を維持すると予想する。

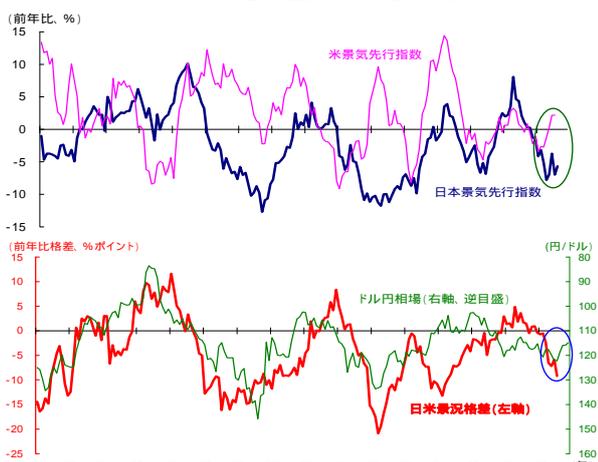
ドル安進行下でのドル円相場の行方

ドル実効為替レートとドル円相場



(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

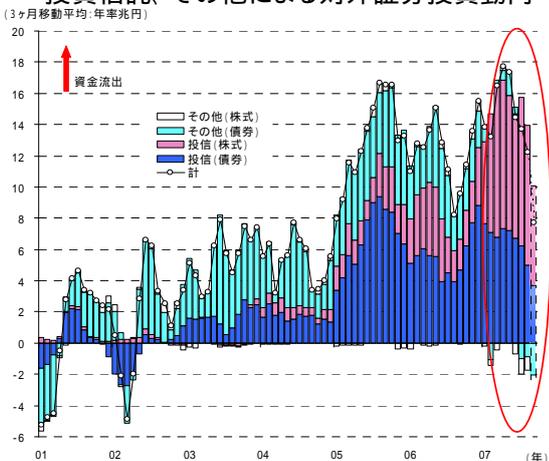
日米景況格差とドル円相場



(注) 1. 景気先行指数の構成項目は OECD (経済協力開発機構) に準拠。
2. 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。

(出所) 各種統計、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

投資信託、その他による対外証券投資動向



(注) 「その他」は、銀行(銀行勘定及び信託勘定)、生保、損保、投資信託を除く。
2005年以降、「その他」から証券会社が分離したが、当図表では証券会社を「その他」に足し戻している。直近月は、指定報告機関ベース。

(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. ドルは先進主要通貨に対し、歴史的な安値圏で推移している。対ユーロでは発足来最安値を更新、対加ドルでは 30 数年来、対ポンドでも 20 数年来の安値となった結果、先進 7 通貨に対する実効為替レートは、変動相場制移行後の最安値を更新している。注目されるのは、同時に円安が進行しており、ドル円相場は概ね横ばい圏の動きに留まっている点だ。円はドルと並んで、先進主要通貨間で最弱通貨争いを演じている。

2. ドル安進展下で円の上昇が抑制されている背景の第 1 は、日米の景況格差だ。今回の「サブプライム・ショック」を受けて、ドル円市場では、当初は米国景気減速懸念が先行してドル安要因として脚光を浴びたが、同時に日本の景況感も相応のダメージを受けている。夏場以降の日米株価や景気先行指数の動きから見て、足下ではドル安圧力と同時に円安圧力も発生しており、一方的なドル安・円高が進む環境にはなっていない。

3. 第 2 に、本邦から海外への資金流出が途絶えていない点だ。夏場以降の混乱を受け、足下で投資信託などを通じたりテール系の対外証券投資の流出ペースは若干鈍化しているが、相応の規模で流出超過が続いている。近年の為替市場では、本邦企業による対外直接投資と個人投資家による対外証券投資を通じた恒常的な外貨買いが、「円高ストッパー」の役割を果たしてきた。このため、予想外のショックで円高が進んでも、過去と比べてその動きが大規模化しにくくなっている。

4. 米連邦準備制度理事会は、9 月以降合計 0.75% ポイントの利下げを実施したが、住宅市場の先行き不安、信用収縮懸念等を背景に、市場では来年半ばまでに追加 0.5% ポイント程度の利下げが見込まれている。このため、ドル円相場においても、短期的には折に触れ円高に振れ易い状況が続こう。ただし、野村証券金融経済研究所では、既に行われた分も含めて累計 1.25% ポイントもの利下げが必要とされるほど、米国景気が減速感を強める可能性は低いとみている。米国景気が安定感を増すことで、住宅市場の先行き不安や信用収縮懸念も徐々に緩和に向かうことが期待される。

5. 総じて、米国景気の安定感が増すに連れて、ドル円相場は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、景気見通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 = 115 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、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