

2008 年度～2009 年度の経済見通し

『日本経済は鍋底不況に』

2008 年度実質 GDP 成長率：+0.7%（前回 2008 年 5 月 21 日：+1.1%）

2009 年度実質 GDP 成長率：+1.4%（前回 2008 年 5 月 21 日：+1.8%）

2008 年 8 月 19 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

[2008年8月19日時点]

[前回:2008年5月21日時点]

		2007年度	2008年度 (予)	2009年度 (予)	2008年度 (予)	2009年度 (予)
国内総生産	実質国内総支出	1.6	0.7	1.4	1.1	1.8
	<内需寄与度>	0.3	0.1	1.1	0.8	1.5
	<民間内需>	0.3	0.2	1.1	0.8	1.5
	<公的内需>	0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
	<外需寄与度>	1.2	0.5	0.3	0.3	0.3
	民間最終消費支出	1.4	0.4	0.9	1.1	1.5
	民間住宅投資	-13.3	-5.2	2.4	1.4	1.4
	民間企業設備投資	-0.1	1.3	3.0	2.0	3.8
	民間在庫品増減<寄与度>	0.0	-0.1	0.0	-0.1	0.0
	政府消費	0.7	0.5	0.8	0.2	0.9
	公的固定資本形成	-1.8	-4.4	-3.3	-1.2	-3.5
	財貨・サービス輸出	9.5	3.0	4.0	4.7	5.1
	財貨・サービス輸入	2.1	-0.3	3.3	4.1	4.5
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	1.6	0.3	0.4	0.9	1.0
	名目国内総支出	0.6	-0.1	1.7	0.7	2.0
	GDPデフレーター	-1.0	-0.8	0.3	-0.4	0.1
生産・物価	鉱工業生産	2.6	-1.4	1.1	0.9	3.7
	国内企業物価	2.3	7.1	4.4	3.3	2.3
	消費者物価	0.3	2.1	1.1	0.8	0.4
	除く生鮮食品	0.3	2.1	1.1	0.9	0.4
	完全失業率(%)	3.8	4.2	4.3	3.9	3.6
対外収支	通関出超額(兆円)	10.2	3.9	5.1	6.0	6.0
	貿易収支(兆円)	11.7	5.9	7.4	7.9	8.0
	貿易・サービス収支(兆円)	9.1	2.6	3.0	5.7	6.2
	経常収支(兆円)	24.5	16.3	17.0	18.8	20.1
	同上(億ドル)	2158.4	1550.9	1614.8	1880.5	2014.9
	<対名目GDP比、%>	4.8	3.2	3.2	3.6	3.8

(注)1.断りがない限り、前年度比%。
2.-0.0の場合も0.0と表示している。

(出所)野村證券金融経済研究所

経済見通し前提表

	2008年度	2009年度
ドル円相場(年度平均)	105.0	105.0
無担保コール・オーバーナイト(期末値、%)	0.50	0.75
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)	130.0	130.0

(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)

	07年	08年	09年							10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	312619.3	314786.5	313250.5	313630.4	314279.0	314598.3	315426.1	316316.6	317256.8	318547.9
(前期比)	0.3	0.7	-0.5	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
(前年同期比)	1.2	1.4	0.6	0.7	0.5	-0.1	0.7	0.9	0.9	1.3
民間住宅投資	14746.9	15376.3	14851.5	15193.1	15314.6	15336.0	15366.0	15488.9	15612.8	15702.6
(前期比)	-9.8	4.3	-3.4	2.3	0.8	0.1	0.2	0.8	0.8	0.6
(前年同期比)	-21.7	-16.6	-15.6	-7.1	3.8	-0.3	3.5	1.9	1.9	2.4
民間企業設備投資	88796.2	88746.7	88555.7	88909.9	89532.3	90248.6	90654.7	91379.9	92293.7	93401.2
(前期比)	1.1	-0.1	-0.2	0.4	0.7	0.8	0.5	0.8	1.0	1.2
(前年同期比)	0.0	-0.7	1.3	1.2	0.8	1.7	2.4	2.8	3.1	3.5
民間在庫投資	2606.7	2023.6	1963.0	2200.0	1800.0	2100.0	2000.0	2100.0	2000.0	2000.0
<前期比寄与度>	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
政府最終消費支出	95868.7	95435.3	95495.2	95686.2	95877.6	96069.3	96261.5	96454.0	96695.1	96936.9
(前期比)	0.9	-0.5	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
(前年同期比)	1.4	0.6	0.5	0.7	0.0	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
公的固定資本投資	20477.3	20672.3	19591.4	19737.5	19737.5	19796.7	19381.0	19225.9	19033.7	18805.3
(前期比)	0.1	1.0	-5.2	0.7	0.0	0.3	-2.1	-0.8	-1.0	-1.2
(前年同期比)	-1.8	-2.0	-6.9	-3.5	-3.6	-4.2	-1.1	-2.6	-3.6	-5.0
公的在庫投資	290.5	236.7	246.4	246.4	246.4	246.4	246.4	246.4	246.4	246.4
<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	29094.9	31470.7	31056.1	31062.1	31356.5	30745.2	31409.4	32352.1	33153.3	34031.7
(前期比寄与度)	0.3	0.4	0.0	0.0	0.1	-0.1	0.1	0.2	0.1	0.2
(前期比)	6.8	8.2	-1.3	0.0	0.9	-1.9	2.2	3.0	2.5	2.6
(前年同期比)	32.2	32.0	25.6	13.9	7.7	-2.3	1.1	4.1	5.7	10.8
輸出	90935.5	94037.6	91869.3	92512.4	93252.5	93159.2	94184.0	95596.7	97126.3	98777.4
(前期比)	2.7	3.4	-2.3	0.7	0.8	-0.1	1.1	1.5	1.6	1.7
(前年同期比)	10.4	11.1	6.4	4.4	2.5	-0.9	2.5	3.3	4.2	6.0
輸入	61840.6	62567.0	60813.2	61450.3	61896.0	62414.0	62774.6	63244.7	63973.0	64745.8
(前期比)	0.8	1.2	-2.8	1.0	0.7	0.8	0.6	0.7	1.2	1.2
(前年同期比)	2.3	3.1	-1.3	0.2	0.1	-0.2	3.2	2.9	3.4	3.7
実質国内総生産	564095.1	568493.8	565056.7	566186.8	567674.5	568677.6	570292.4	573129.4	575875.0	579276.9
(前期比)	0.6	0.8	-0.6	0.2	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.6
(前期比年率)	2.4	3.2	-2.4	0.8	1.1	0.7	1.1	2.0	1.9	2.4
(前年同期比)	1.6	1.2	1.0	1.0	0.6	0.0	0.9	1.2	1.4	1.9
GDPデフレーター	91.1	90.6	90.6	90.6	90.5	90.9	91.0	90.8	90.8	91.1
(前年同期比)	-1.3	-1.5	-1.6	-1.3	-0.7	0.2	0.5	0.3	0.3	0.3
鉱工業生産(2005年=100)	109.2	108.4	107.5	106.2	106.5	106.1	106.2	107.1	108.2	109.4
(前期比)	0.9	-0.7	-0.8	-1.2	0.2	-0.4	0.1	0.8	1.1	1.1
(前年同期比)	3.3	2.3	1.0	-1.8	-2.5	-2.1	-1.2	0.8	1.6	3.1
国内企業物価(2005年=100)	105.1	106.1	108.7	112.2	113.5	114.7	115.8	116.8	117.9	118.6
(前期比)	0.5	1.0	2.5	3.2	1.2	1.0	1.0	0.8	0.9	0.6
(前年同期比)	2.4	3.4	4.8	7.3	8.0	8.1	6.6	4.1	3.8	3.4
消費者物価指数(総合)	100.7	101.0	101.5	102.6	103.0	103.5	103.8	103.9	104.0	104.1
(2005年=100)	0.4	0.3	0.5	1.1	0.4	0.5	0.3	0.1	0.1	0.1
(前期比)	0.5	0.9	1.4	2.3	2.2	2.4	2.1	1.1	0.9	0.5
消費者物価指数(除く生鮮食品)	100.5	101.0	101.4	102.4	102.7	103.2	103.6	103.7	103.7	103.8
(2005年=100)	0.5	0.5	0.4	1.0	0.3	0.5	0.4	0.1	0.0	0.1
(前期比)	0.5	1.0	1.5	2.4	2.1	2.3	2.1	1.0	0.9	0.5
(前年同期比)										
失業率	3.8	3.9	4.0	4.2	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.3

(注)1.断りがない限り、10億円単位。比率は%。

2.2008年4-6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.-0.0の場合も0.0と表示している。

4.四半期の額、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

日本経済は『鍋底不況』に

1. 2008年4-6月期の実質GDP1次速報値は、前期比年率-2.4%の大幅マイナス成長となり、日本経済は既に後退局面に入ったとの大方の見解を裏付けた。しかし、同期のマイナス成長は、閏年要因など特殊・一時的要因の影響を受けて前期比年率+3.2%と上振れた前期の反動減という側面が強い。日本経済が景気後退に陥った可能性は高いとしても、マイナス成長基調に入ったと考えるのは悲観的過ぎよう。

2. 当社は、国内経済が2007年10-12月期に景気の「山」を付けて後退局面入りをしたと考える。他方、景気後退期の終わり、即ち景気の「谷」が2009年4-6月期になると現時点では予想する。この場合、足下は既に景気後退期の半ば辺りに位置することになる。

3. 戦後の景気後退期の中でも今回は、深刻度合いが最も低いものの一つになると当社は見込んでいる。緩やかな調整という点で、今回の景気後退はちょうど半世紀前の1957年から1958年にかけて生じた「鍋底不況」に類似しているようにも感じられる。深刻な景気後退を回避することに貢献する要因は、1) 企業の雇用・生産設備の過剰感が小さいこと、2) 輸出環境が比較的安定を維持すると見込まれること、である。

4. 今次景気後退の特徴としては、鍋底的な緩やかな調整である他に、中小・零細企業中心の景気後退という点も指摘できよう。裏を返せば、大企業にとっては「景気後退」とは判断されない可能性もある。これは経済全体では、大企業依存度が高い設備投資の安定と、中小零細企業の雇用情勢に大きく依存する個人消費の低迷という乖離を生みやすいと考えられる。

5. 不況脱却へのプロセスは、まず原油価格の高騰に歯止めがかかることが起点になると考えられ、これが足下で急速に悪化した企業収益の持ち直しのための必要条件である。企業収益の回復は設備投資に好影響を与える一方、家計部門にもその恩恵が徐々に及ぼう。収益持ち直しの影響は09年夏のボーナスに好影響を与え、個人消費を緩やかに浮揚させよう。他方、米国経済は、原油価格の安定や住宅市場の調整一巡などから2009年上期に緩やかに持ち直し、この場合、輸出を通じた日本経済への好影響が2009年7-9月期に顕在化しよう。

6. 野村證券金融経済研究所は、2008年度実質GDP成長率を+0.7%、2009年度については+1.4%と予想した。前回5月時点と比べて、いずれも0.4%ポイントの下方修正である。

経済見通し要約表

[2008年8月19日時点]

		2007年度	2008年度 (予)	2009年度 (予)
国 内 総 生 産	実質国内総支出	1.6	0.7	1.4
	<内需寄与度>	0.3	0.1	1.1
	<民間内需>	0.3	0.2	1.1
	<公的内需>	0.1	-0.1	0.0
	<外需寄与度>	1.2	0.5	0.3
	民間最終消費支出	1.4	0.4	0.9
	民間住宅投資	-13.3	-5.2	2.4
	民間企業設備投資	-0.1	1.3	3.0
	民間在庫品増減<寄与度>	0.0	-0.1	0.0
	政府消費	0.7	0.5	0.8
	公的固定資本形成	-1.8	-4.4	-3.3
	財貨・サービス輸出	9.5	3.0	4.0
	財貨・サービス輸入	2.1	-0.3	3.3
	名目純輸出(対名目GDP比、%)	1.6	0.3	0.4
	名目国内総支出	0.6	-0.1	1.7
	GDPデフレーター	-1.0	-0.8	0.3
生 産 ・ 物 価	鉱工業生産	2.6	-1.4	1.1
	国内企業物価	2.3	7.1	4.4
	消費者物価	0.3	2.1	1.1
	除く生鮮食品	0.3	2.1	1.1
完全失業率(%)	3.8	4.2	4.3	
対 外 収 支	通関出超額_(兆円)	10.2	3.9	5.1
	貿易収支_(兆円)	11.7	5.9	7.4
	貿易・サービス収支_(兆円)	9.1	2.6	3.0
	経常収支_(兆円)	24.5	16.3	17.0
	同上(億ドル)	2158.4	1550.9	1614.8
	<対名目GDP比、%>	4.8	3.2	3.2

(注) 1. 断りがない限り、前年度比%。
2. -0.0の場合も0.0と表示している。
(出所) 野村證券金融経済研究所

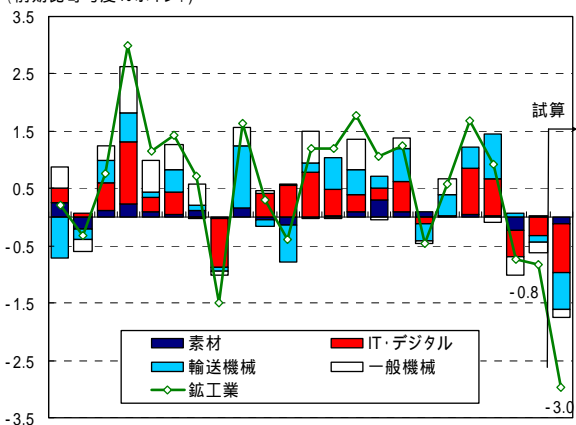
実質 GDP の内訳

	2007年 4-6月期	7-9月期	10-12月期	2008年 1-3月期	2008年 4-6月期
実質GDP[年率]	-1.7	1.0	2.4	3.2	-2.4
実質GDP	-0.4	0.2	0.6	0.8	-0.6
実質GDP[前年同期比]	1.8	1.7	1.6	1.2	1.0
内需寄与度	-0.6	-0.2	0.3	0.3	-0.6
うち民間需要	-0.5	-0.2	0.1	0.4	-0.4
うち公的需要	0.0	-0.1	0.2	-0.1	-0.2
外需寄与度	0.1	0.5	0.3	0.4	0.0
個人消費	0.3	0.0	0.3	0.7	-0.5
住宅投資	-4.3	-7.3	-9.8	4.3	-3.4
設備投資	-2.1	0.6	1.1	-0.1	-0.2
民間在庫[寄与度]	-0.2	0.0	0.0	-0.1	0.0
政府消費	0.2	0.1	0.9	-0.5	0.1
公共投資	-2.6	-2.0	0.1	1.0	-5.2
公的在庫[寄与度]	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
輸出	1.9	2.6	2.7	3.4	-2.3
輸入	1.2	-0.3	0.8	1.2	-2.8
名目GDP[年率]	-2.0	0.0	-0.5	1.0	-2.7
名目GDP	-0.5	0.0	-0.1	0.2	-0.7
名目GDP[前年同期比]	1.3	1.1	0.3	-0.3	-0.6
デフレータ[前年同期比]	-0.5	-0.6	-1.3	-1.5	-1.6

(注)ことわりがない限り前期比%。
(出所)内閣府、野村證券金融経済研究所

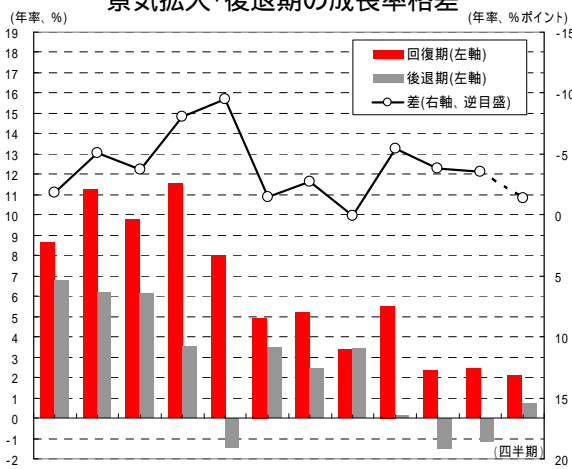
鉱工業生産の業種別寄与度内訳

(前期比寄与度%ポイント)



(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
3.2008年7-9月期は、7・8月の生産予測指数に基づく試算値。過去3カ月間の実現率、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證券金融経済研究所作成

景気拡大・後退期の成長率格差



(注)1.時点は、各景気後退直前の「山」を示す。
2.最新の「山」は野村證券金融経済研究所による。
3.最新の後退期における平均成長率、及び「差」の計算は、野村證券金融経済研究所の予測値に基づく。
(出所)内閣府資料より野村證券金融経済研究所作成

2008年4-6月期はマイナス成長

2008年4-6月期の実質GDP1次速報値は、前期比年率-2.4%の大幅マイナス成長となり、日本経済は既に後退局面に入ったとの大方の見解を裏付けた。実質GDPのみならず、主要な需要項目、即ち個人消費、設備投資、住宅投資、輸出が何れも前期比でマイナスに陥った点も特徴的である。しかし、同期のマイナス成長は、閏年要因など特殊・一時的要因の影響を受けて前期比年率+3.2%と上振れた前期の反動減という側面が強い。日本経済が景気後退に陥った可能性は高いとしても、マイナス成長基調に入ったと考えるのは悲観的過ぎよう。

鉱工業生産は調整色を強める

景気後退局面入りとの見方を一気に広めるきっかけとなったのは、6月分『鉱工業生産指数』である。同指数は前月比-2.2%(確報値)と大きく低下し、2008年4-6月期では前期比-0.8%となった。1-3月期の同-0.7%に続いて、比較的小幅ながらも2四半期連続での低下となった。1953年以降の現行系列では、鉱工業生産指数が2四半期連続で低下した際には、例外なく日本経済は景気後退局面に入っている。

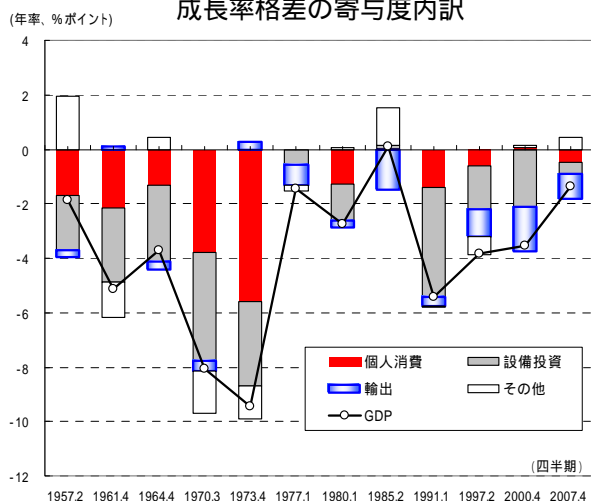
また生産予測指数に基づけば、7・8月の平均水準は4-6月期平均比-1.0%となり、過去3カ月間の実現率、修正率を考慮して再計算すれば同-3.0%となる。鉱工業生産は3四半期連続で前期比低下となる可能性が高まっている。

鉱工業生産が減少基調に陥る契機となったのは、外部環境変化によるところが大きい。4-6月期の生産を業種別に見ると、「電子部品・デバイス工業」(前期比寄与度-0.3%ポイント)、「一般機械工業」(同-0.2%ポイント)、「輸送機械工業」(同-0.1%ポイント)が全体の押し下げに大きく寄与している。これらは輸出依存度の比較的高い業種であり、輸出減速が生産調整に繋がっていることを示唆していよう。

半世紀前の「鍋底不況」に似る景気後退

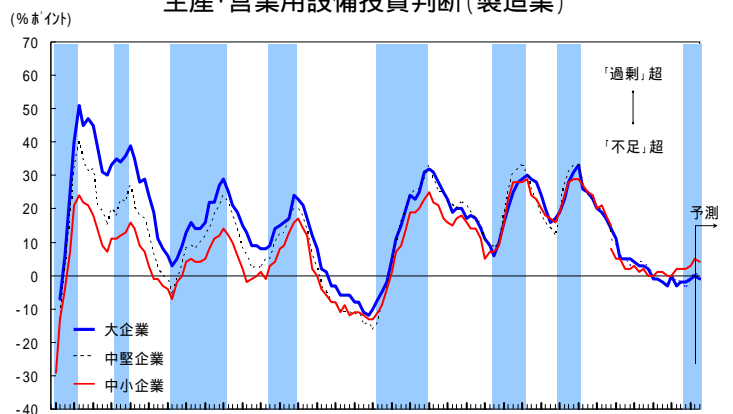
野村證券金融経済研究所は、国内経済が2007年10-12月期に景気の「山」を付けて後退局面入りをしたと考える。今回の景気後退は、ちょうど半世紀前の1957年から1958年にかけて生じた「鍋底不況」に似ているように感じられる。これは長期景気拡大となった「神武景気」に続く景気後退であり、底割れのような景気の悪化が見られない一方、緩やかな景気後退が、何をきっかけにいづ終息するか分からないといった状況であったため、「鍋底不況」と名づけられた。

成長率格差の寄与度内訳



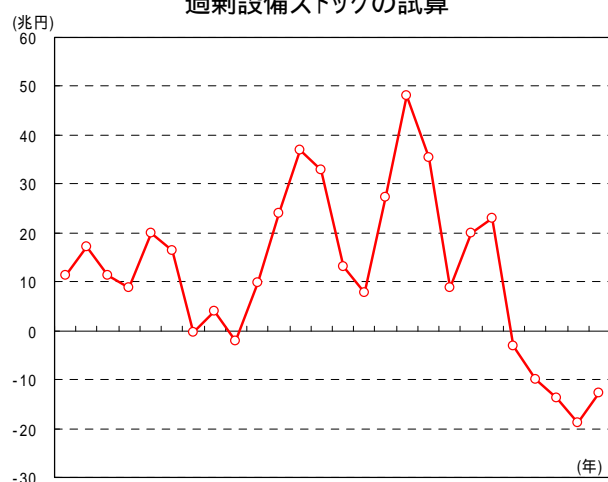
(注)1.景気回復期の平均成長率 - 景気後退期の平均成長率。
2.時点は、各景気後退直前の「山」を示す。
3.最新の「山」は野村証券金融経済研究所による。
4.最新についての計算は、野村証券金融経済研究所の予測値に基づく。
(出所)内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

生産・営業用設備投資判断(製造業)



(注)網掛け部分は景気後退期。ただし、最新は野村証券金融経済研究所による。
(出所)日本銀行、野村証券金融経済研究所

過剰設備ストックの試算



(注)1.過剰資本ストック比率 = 資本ストック - 適正資本ストック
2. $LN(\text{適正資本ストック}) = 4.79 + 1.13 \times LN(\text{期待需要}) + 0.53 \times \text{資本係数}$
3. 期待需要 = 実質GDP \times (1+期待成長率)
4. 期待成長率は「企業行動に関するアンケート」における今後3年の業界需要の実質成長率。
(出所)内閣府資料より野村証券金融経済研究所作成

他方で当社は、景気後退期の終わり、即ち景気の「谷」が2009年4-6月期になると現時点では予想している。この場合、景気後退期の長さは6四半期となり、戦後の景気後退期間の平均値16カ月よりもわずかに長めとなる。そして現時点は既に景気後退期の半ば辺りに位置することになる。

緩やかな景気後退に

戦後の景気後退期中で今回は、1985年6月に始まったいわゆる「円高不況」に続いて最も深刻度が低いものになると当社は見込んでいる。景気後退の深刻度を、それに先立つ景気拡大期の平均成長率(年率換算、以下同様)と後退期の平均成長率との差で計ってみよう。景気拡大期の平均成長率は、戦後の平均で+6.6%、景気後退期の平均成長率は同+2.5%、両者の乖離は同-4.1%ポイントである。一方、今回については、景気拡大期の平均成長率は戦後最低の+2.1%、当社見通しの今回の景気後退期の平均成長率は+0.7%、両者の乖離は-1.4%ポイントとなる。

注目したいのは、石油危機を受けて個人消費が著しく落ち込んだ1970年代の景気後退期を除けば、景気後退の深刻度は設備投資の減速の程度によって決まる傾向が強いという点である。今回の景気後退では、設備投資が比較的安定を維持すると見込まれることが、深刻な景気後退を回避させると予想する。

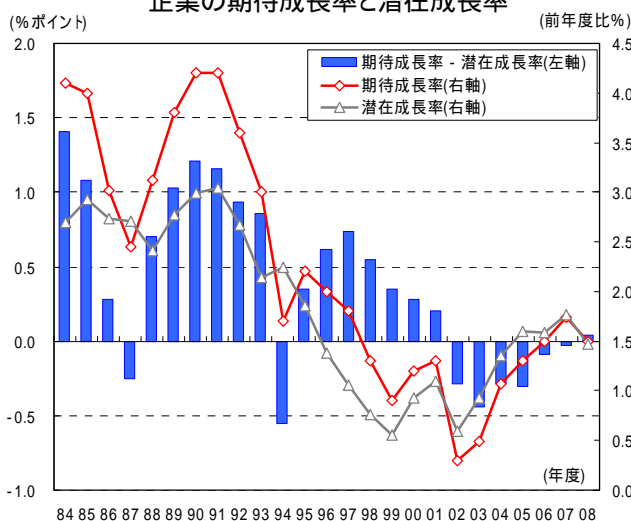
小さい雇用・設備の過剰感

深刻な景気後退を回避することに貢献する要因として、以下の2点を挙げたい。第1は、企業の雇用、生産設備の過剰感が小さいこと、第2は、輸出環境が比較的安定を維持すると見込まれること、である。

第1の点については、まず日銀『短観』の生産設備判断DI及び雇用人員判断DIに注目したい。景気の局面を判断する際に、日銀『短観』の業況判断DIの動きが重視されることが多いが、過去の景気の転換点と照らし合わせた場合、生産設備判断DI及び雇用人員判断DIの方が転換点により敏感に反応する傾向が強いことが分かる。

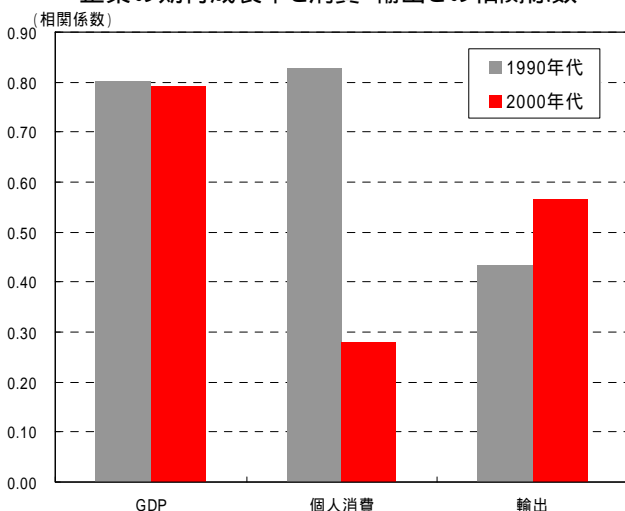
過去の事例を見ると、生産設備、雇用人員判断DIの水準と景気の「山」の時期との関係はまちまちではあるが、双方のDIは景気の「山」とほぼ同時、あるいは直前に急上昇するのが常である。しかし、現状では双方共に極めて緩やかな上昇にとどまっている。この点は、現在の景気後退が、本格的な設備・雇用の調整を伴う過去の典型的な景気後退とは様相を異にするものであることを示唆していよう。

企業の期待成長率と潜在成長率



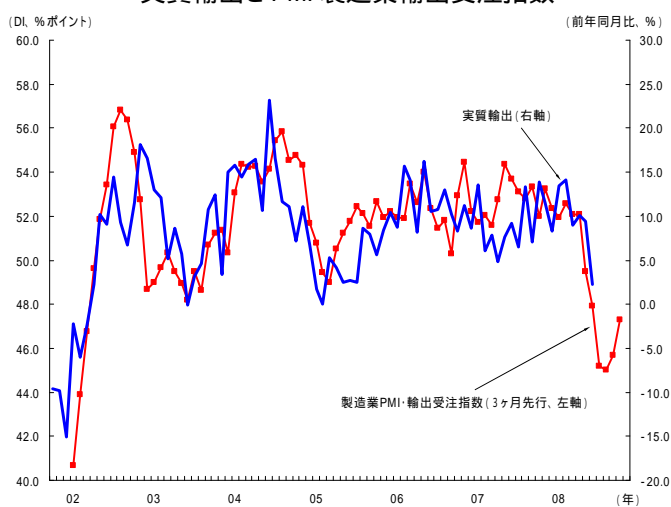
(注) 企業の期待成長率は今後3年間の業界需要の実質成長率。調査は毎年1月と年度の終わりに行われるため、期待成長率は1年度遅らせて表示している。
(出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

企業の期待成長率と消費・輸出との相関係数



(注) 企業の期待成長率は、今後3年間の業界需要の実質成長率。
(出所) 各種資料より野村証券金融経済研究所作成

実質輸出とPMI 製造業輸出受注指数



(注) 季節調整値。
(出所) Markit Economics 社資料より野村証券金融経済研究所作成

過剰な成長期待は生じなかった

生産設備、雇用といったストックに対する企業の過剰感判断は、ストックの水準のみならず、先行きの成長(売上)期待に大きく左右されるのが通例である。企業の先行きの成長期待が下方修正されれば、ストックの過剰感が一気に高まる可能性もある。しかし、今回の景気後退期では、企業の先行きの成長期待は大きく低下しにくいと考えられる。それは2002年以降の景気拡大期に、企業が日本経済の潜在成長率を実力以上に過大に評価することがなかったためである。

企業の期待成長率(内閣府調査)と潜在成長率(当社試算)の推移を比較すると、80年代半ば以降の過去の景気拡大期には、企業の期待成長率が潜在成長率を常に上回っていた。日本経済がデフレ状態に陥った後も同様である。こうした過度の楽観論が設備・雇用の過剰な積み上がりを生じさせ、本格的なストック調整を伴う景気後退へと繋がっていったのである。そして景気後退期に入ると企業の期待成長率は一転して急速に低下し、これが景気の調整を深くした。

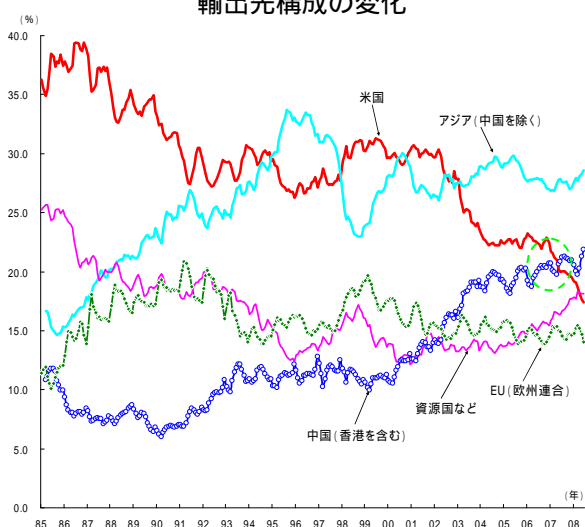
しかし、2002年以降の景気拡大期には、企業の期待成長率はほぼ一貫して潜在成長率を下回っていた。このため、構造的要因で決まる潜在成長率が当面大きく変化しない限り、企業の期待成長率が大幅に低下し、これが深刻なストック調整をもたらす可能性は低いと考えられる。

海外需要がリスク

一方で、企業の期待成長率に与える影響をGDPの需要項目別に調べてみると、1990年代と2000年以降との比較で、実質個人消費と期待成長率との相関係数は大幅に低下している。これは企業の期待成長率が、低迷が続いた個人消費の影響を以前ほど受け難くなったことを示唆している。他方で、実質輸出と期待成長率との相関係数は上昇しており、企業の期待成長率は内需よりも海外からの需要に大きく影響を受けやすくなっていることを窺わせている。

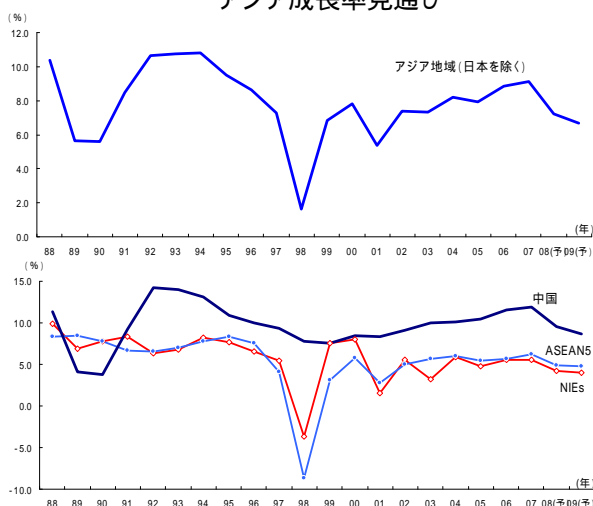
こうした構造変化を踏まえれば、足下での個人消費の低迷が、企業の期待成長率を顕著に押し下げ、設備・雇用の深刻なストック調整をもたらすリスクは大きくないだろう。他方、今後輸出見通しを著しく悪化させるような事態が生じれば、企業の期待成長率低下を通じて景気後退はより深いものとなるだろう。この点が、「鍋底不況」が抱える重要な下方リスク要因の一つである。

輸出先構成の変化



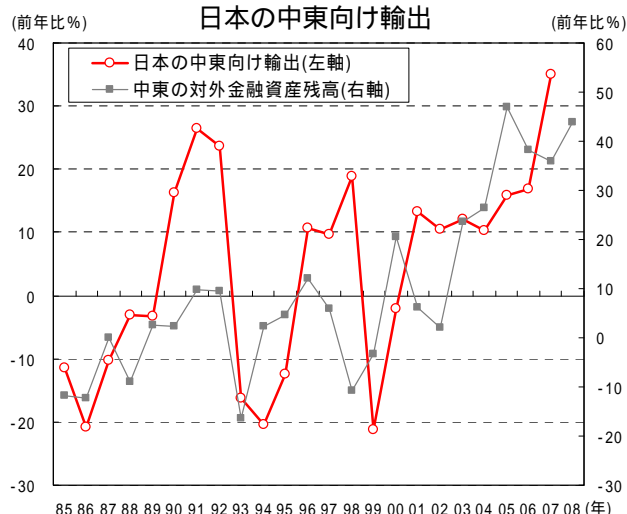
(注) 1.3カ月移動平均値。
2.資源国は中東、東欧・ロシア、南米、アフリカ、豪州・ニュージーランド。
(出所)財務省統計より野村証券金融経済研究所作成

アジア成長率見通し



(注)実質GDP成長率の各国・地域のウエイトは2007年のGDPの米ドル換算値を基に算出。
(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作成

日本の中東向け輸出



(注)1.2007年、2008年の中東の対外金融資産残高は、WTI及び世界経済成長率から推計。
2.中東はイラン、イラク、バーレーン、カタール、オマーン、イスラエル、アラブ首長国連邦とした。
(出所)財務省、UN(国際連合)、IMF(国際通貨基金)資料より野村証券金融経済研究所作成

輸出環境は安定維持

そこで足下の輸出環境を見ると、2008年4-6月期の実質輸出(GDP統計ベース)は前期比-2.3%と、前回の景気後退期2001年7-9月期以来の下落幅を記録した。しかし、このまま輸出が減少基調に落ち込むと考えるのは悲観的過ぎよう。同期の輸出急減は、前期の閏年要因の反動といった統計の歪みに加えて、年初の急速な円高ドル安の進行など一時的要因によってもたらされた側面があることは否めない。

輸出の先行指標となるPMI製造業輸出受注指数は、2008年2月以降、急速に下落した後5月に下げ止まり、6月以降は回復傾向を示している。同指数は実際の輸出に3カ月程度先行する傾向があることを考慮すると、4-6月期に急減した実質輸出は7-9月期、10-12月期にやや持ち直すことが期待される。

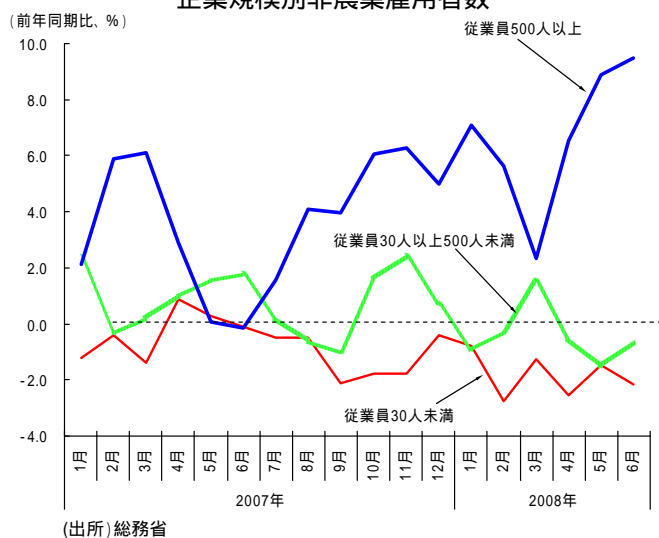
進展する輸出先の構造変化

米国向け輸出の低迷に加え、足下では欧州向け輸出も減速感を強めている。しかし、日本の輸出先は過去数年間で急速な構造変化を遂げており、中国を中心とするアジア地域向け、資源国向けの輸出比率が着実に高まっている。昨年は、中国向け輸出額が米国向け輸出額を追い抜き、足下では資源国向け輸出額が米国向け輸出額を上回っている。

当社は、中国の実質GDP成長率は緩やかに低下しつつも、今後も比較的高い水準を維持すると見込んでおり、2008年の実質GDP成長率は+9.6%、2009年度は+8.7%と予想している。高い賃金上昇率などに支えられた内需の堅調さが中国経済のみならず、アジア経済全体を支えているのが現状であろう。日本の輸出先の約50%を占めるアジア地域の成長率が安定を維持すれば、欧米向け輸出が当面、低迷が避けられない中でも、日本の輸出が大きな調整に陥ることを回避できるだろう。

さらに、ロシア、中東、南米など資源国向け輸出も堅調を維持している。足下で原油価格など資源価格が落ち着きを見せていることは、何れは資源国経済の増勢を抑え、日本の同地域向け輸出を抑制する可能性がある。しかし、過去の傾向を見ると、原油価格上昇による資源国の資産増加と同地域への日本からの輸出との間には、1年程度の時間差が観測される。資源価格が落ち着いても、しばらくの間は日本から資源国向け輸出の堅調は続くことが見込まれる。日本の輸出が明確に持ち直すためには、米国経済の持ち直しが必要条件となるが、アジア・資源国向け輸出の堅調が日本の輸出の安定を支えよう。

企業規模別非農業雇用者数

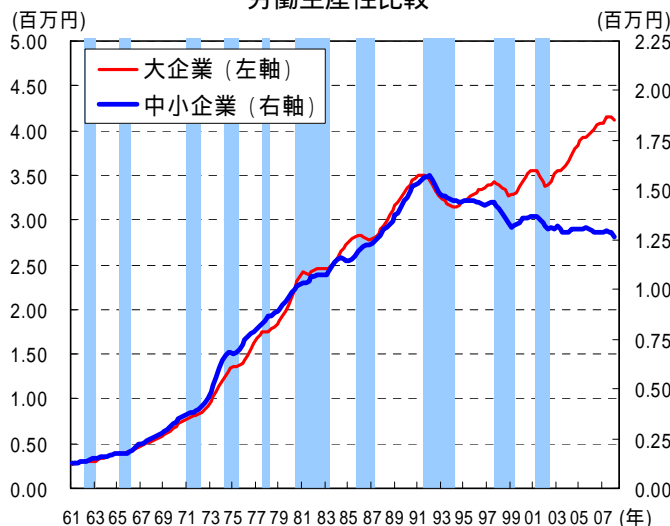


雇用情勢に見られる中小・零細企業中心の景気後退

今次景気後退の特徴としては、以上で議論してきた鍋底的な緩やかな調整である他に、中小・零細企業中心の景気後退という点も指摘できよう。裏を返せば、大企業にとっては「景気後退」とは判断されない可能性もある。この点が非常に顕著に表れているのが、足下の雇用情勢であろう。

雇用環境は全体的に調整局面にあるものの、企業規模毎の格差が極めて大きい。最新 2008 年 6 月時点で、非農業雇用者数は前年同月比+0.0%である。これを企業規模別に見ると、雇用者数 500 人以上の企業では同+9.5%と、2桁近い増加率を示しているのに対して、雇用者数 30 人以上 500 人未満の企業では同-0.7%、雇用者数 30 人未満の企業では同-2.1%である。雇用者数の動きを見る限り、景気後退は中小・零細企業を中心に生じているとの印象を受ける。

労働生産性比較



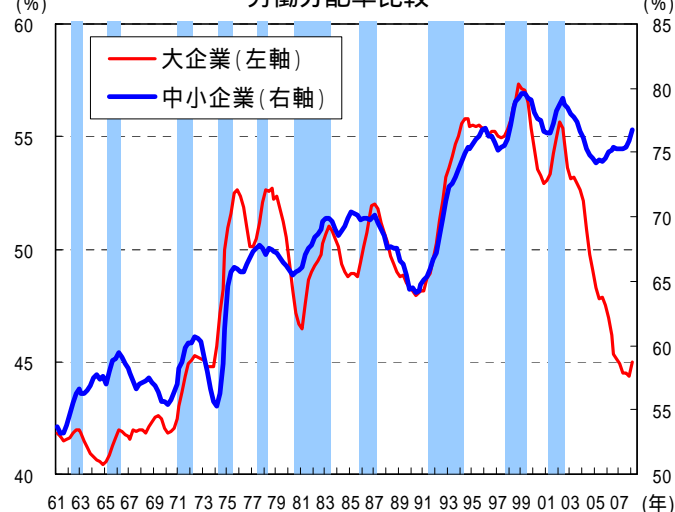
(注)1.一人当たり付加価値額 = 付加価値額 ÷ 人員
= (人件費 + 経常利益 + 支払利息等 + 減価償却費) ÷ 人員
2.大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
(出所)財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

著しい生産性上昇率格差

中小・零細企業の苦境は、生産性向上の遅れに基づく低収益性に根差している面が強いと考えられる。一人当たり付加価値額を労働生産性とした場合、資本金 10 億円以上の大企業と資本金 1 千万円以上 1 億円未満の中小企業との格差は余りにも大きい。

大企業(資本金 10 億円以上、以下同様)の労働生産性は、バブル崩壊後に下方に屈曲したが、上昇傾向自体はその後も途切れることなく続いている。これに対して中小企業(資本金 1 千万円以上 1 億円未満、以下同様)の労働生産性は、バブル崩壊後に下落傾向に転じた後は、上昇傾向に戻ることもなく現在に至っている。このような環境下で景気が後退局面を迎れば、中小・零細企業での雇用削減の動きは当面、さらに強まることが予想される。

労働分配率比較

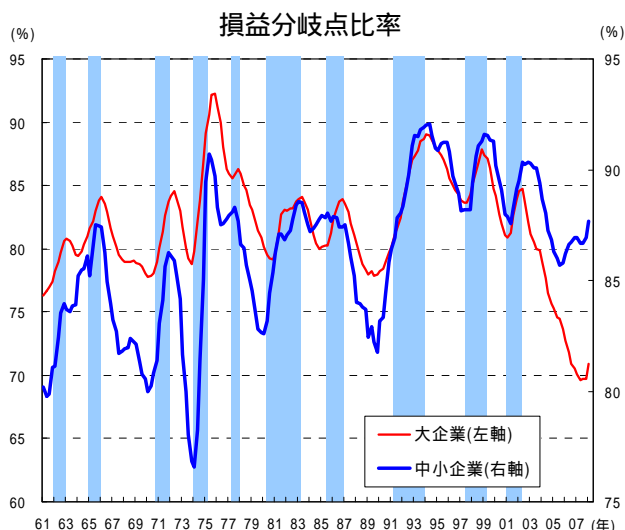


(注)1.労働分配率 = 人件費 ÷ 総付加価値額
2.大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
(出所)財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

収益性格差に注目

こうした生産性格差は、他方で大きな収益性格差を生んでいる。まず注目したいのは、労働分配率に見られる大企業と中小企業との格差である。大企業、中小企業ともに60年代から90年代にかけては上昇基調で推移したように見受けられるが、中小企業の労働分配率については過去10年間、ほぼ横ばい圏内での推移を示している。

これに対して、大企業の労働分配率は90年代末をピークに急速に下落し、現状では70年代初頭の水準にまで至っている。このような労働分配率の格差が、損益分岐点比率(損益分岐点比率は低ければ低いほど収益性が高く、かつ売上減少に耐える力が強いことを意味し、経営が安定していると判断される)の格差にも強く反映されていよう。

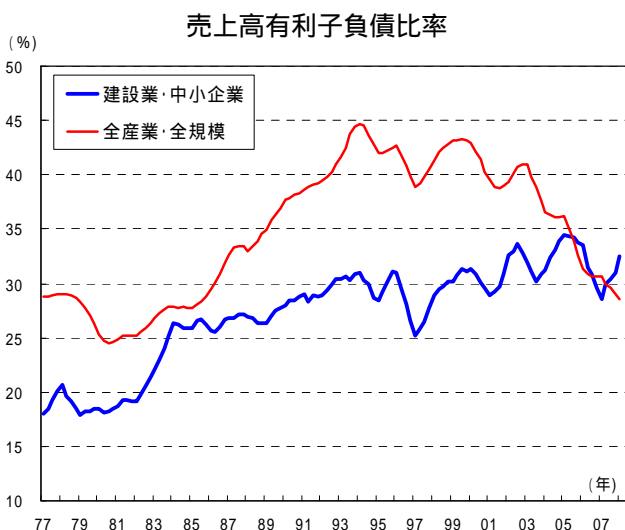


(注) 1. 損益分岐点比率=(固定費/限界利益率)/売上高
 2. 限界利益率=(売上高-変動費)/売上高
 3. 損益分岐点=固定費/(1-変動費)
 4. 固定費=人件費+減価償却費+支払利息等
 5. 後方4四半期移動平均。
 6. 大企業は資本金10億円以上、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
 (出所) 財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

企業規模別（資本金階級）の収益、 人件費、雇用者数、有形資本ストック

		合計	1000万円未満	1000万円以上 1億円未満	1億円以上 10億円未満	10億円以上
売上高	兆円 %	1566.4 (100.0)	127.4 (8.1)	587.0 (37.5)	254.0 (16.2)	598.0 (38.2)
経常利益	兆円 %	54.4 (100.0)	0.7 (1.3)	12.7 (23.4)	8.1 (14.9)	32.8 (60.4)
人件費	兆円 %	201.4 (100.0)	27.8 (13.8)	95.5 (47.4)	28.6 (14.2)	49.4 (24.5)
雇用者数	万人 %	4784.3 (100.0)	1005.2 (21.0)	2531.3 (52.9)	560.2 (11.7)	687.5 (14.4)
有形資本ストック	兆円 %	301.4 (100.0)	26.1 (8.7)	86.8 (28.8)	36.6 (12.1)	151.9 (50.4)

(注) 1. 2006年度の値。
 2. 有形固定資本ストック=建設仮勘定+その他有形固定資産
 (出所) 財務省資料より野村證券金融経済研究所作成



(注) 1. 売上高有利子負債比率=(金融機関借入金+その他の借入金+社債)/売上高
 2. 4四半期後方移動平均。
 3. 中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。
 (出所) 財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

中小企業については、生産性低迷と収益性低迷で悪循環が生じている可能性が考えられる。即ち、生産性が上昇しないことで収益性の低迷が生じ、中小企業は設備投資に振り向ける資金が十分に確保できなくなる。その結果、設備の老朽化が進み、それが生産性向上の大きな妨げとなるという経路である。

設備投資と個人消費の乖離

今回の景気後退が中小・零細企業不況という性格を強く帯びているとした場合、これは設備投資と個人消費の乖離を生みやすいと考えられる。景気減速下においてもなお設備投資が顕著な悪化を示していないのは、収益性が高い大企業が設備投資全体を支えている側面が強いからと考えられる。企業全体の売上高に占める資本金10億円以上の大企業の比率は2006年度で38.2%であるが、生産設備など有形資本ストックに占める大企業の比率は50.4%に達している。設備投資は大企業の経営環境の影響を受けやすい。

これに対して、資本金1千万円未満の中小・零細企業が保有する有形資本ストックは8.7%に過ぎず、収益悪化を背景に、中小・零細企業が設備投資活動を強く抑制しても、設備投資全体への影響は限定的である。

他方、中小・零細企業の人件費は13.8%、雇用者数は全体の21.0%に及んでいる。このため、中小・零細企業が雇用削減を行えば、個人消費や住宅投資など家計支出に比較的大きな打撃を与えやすい。大企業と中小・零細企業との間での経営環境格差は、需要面では相対的に安定を維持する設備投資と、弱さが際立つ個人消費や住宅投資との間の格差として、今回の景気後退時には認識されやすいだろう。

建設・不動産の不振をどう位置づけるか？

先行きの日本経済を悲観的に考える向きは、現在倒産が相次いでいる中小建設業の厳しい環境に注目する傾向が強い。上記で議論したように、今回の景気後退は「中小・零細企業不況」という性格が確かに強いと考えられる。しかし、そうした中でも建設業は例外的であり、ここから先行きの日本経済を占うのは誤りであろう。

中小建設業はいわばバブルの清算を十分に行ってこなかった、例外的なセクターと位置づけられるのではないかと。企業の債務負担の程度を推し量るため、売上高有利子負債比率を計算すると、全産業では90年代初頭にピークを付けた後は低下傾向を辿り、現状では80年代のバブル経済以前の水準まで戻っている。これに対して、中小建設業の同比率はバブル崩壊後も上昇基調を維持した。90年代には景気対策としての公共工事が同分野

業種別売上高有利子負債比率

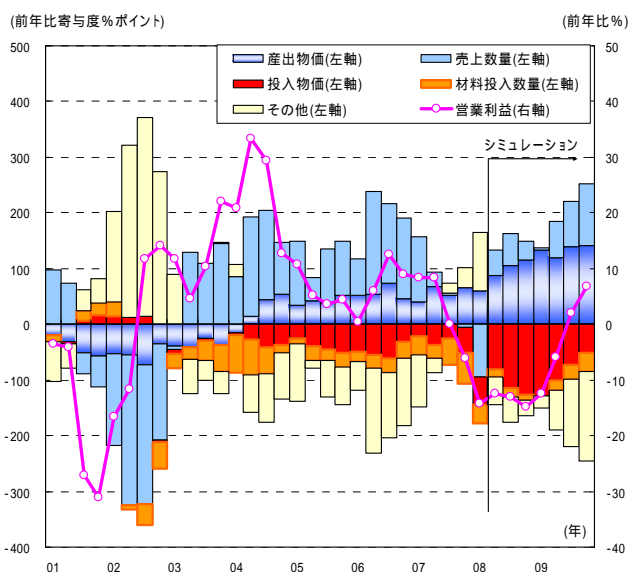
	全規模			中小企業		
	80年以降のピーク	08Q1	ピークからの乖離 (-)/%	80年以降のピーク	08Q1	ピークからの乖離 (-)/%
全産業	44.7	28.6	-36.0	45.1	31.7	-29.7
製造業	35.3	22.6	-35.8	43.2	32.8	-24.1
食料品製造業	34.7	24.6	-29.3	59.3	32.9	-44.5
繊維工業	69.4	44.8	-35.4	79.6	53.0	-33.5
衣服・その他の繊維製品製造業	46.9	37.8	-19.3	51.2	46.2	-9.7
木材・木製品製造業	51.1	44.6	-12.6	65.0	48.4	-25.5
パルプ・紙・紙加工品製造業	56.7	37.0	-34.7	43.7	19.3	-55.7
印刷・同関連業	38.4	31.4	-18.2	51.5	51.5	0.0
化学工業	41.4	23.2	-44.0	41.2	37.2	-9.7
石油製品・石炭製品製造業	49.7	13.8	-72.2	36.1	14.9	-58.7
医薬・土石製品製造業	53.7	38.1	-29.0	65.5	41.9	-36.1
鉄鋼業	76.6	28.2	-63.2	67.1	21.1	-68.5
非鉄金属製造業	66.6	31.6	-52.6	46.8	21.1	-54.9
金属製品製造業	46.4	28.6	-38.5	56.4	33.3	-41.0
一般機械器具製造業	43.7	28.4	-34.9	57.6	41.3	-28.2
電気機械	26.9	16.8	-37.5	40.1	24.3	-39.4
輸送用機械	23.6	12.7	-46.2	42.5	23.9	-43.8
精密機械器具製造業	40.0	15.9	-60.2	52.3	21.4	-59.1
その他の製造業	35.5	26.6	-25.0	45.7	35.5	-22.3
非製造業	48.6	31.3	-35.5	46.4	31.4	-32.3
農林水産業	95.0	57.9	-39.1	123.8	70.0	-43.4
鉱業	96.0	35.4	-63.1	92.4	57.5	-37.8
建設業	32.9	25.8	-21.6	34.5	32.5	-5.7
電気業	190.8	121.3	-36.4	1566.4	112.8	-92.8
ガス・熱供給・水道業	94.3	48.2	-48.9	101.8	69.5	-31.7
情報通信業	39.6	27.2	-31.3	115.5	25.6	-77.8
運輸業	65.5	57.7	-11.9	47.3	37.6	-20.5
卸売・小売業	24.0	16.4	-31.5	26.9	20.9	-22.4
不動産業	416.7	153.2	-63.2	463.9	180.1	-61.2
宿泊業	203.1	134.8	-33.6	255.5	180.0	-29.5
サービス業	108.3	41.1	-62.1	83.9	28.3	-66.3

(注)1.売上高有利子負債比率 = (金融機関借入金+その他の借入金+社債)/売上高
2.4四半期後方移動平均。

3.中小企業は資本金1千万円以上1億円未満。

(出所)財務省資料より野村證券金融経済研究所作成

営業利益のシミュレーション(全産業)



(出所)財務省、日本銀行、野村證券金融経済研究所

シナリオ別営業利益のシミュレーション(全産業)

		原油価格 (ドル/バレル)	米国成長率 (%)	日本成長率 (%)	営業利益 (%)
標準シナリオ	08年	130	1.6	0.7	-13.2
	09年	130	1.4	1.4	2.3
楽観シナリオ	08年	100	1.7	0.9	-5.6
	09年	100	1.9	1.7	3.2
悲観シナリオ	08年	180	1.4	0.5	-16.7
	09年	120	-0.4	0.7	-1.1

(注)1.原油価格は暦年末値。

2.標準シナリオの米国成長率は、「コンセンサス・フォーキャスト」の予測平均値。

3.営業利益と日本成長率は年度値、米国成長率は暦年値。

(出所)内閣府、野村證券金融経済研究所

のビジネスを助けた面がある。さらに近年は、同分野は都心部を中心としたマンションブームなどの恩恵を受けたと考えられる。この過程で、本来は必要であった同分野での債務削減や淘汰などが先送りされた側面があったのではないかと。そしてひとたびブームが去り、加えて国際金融情勢の悪化で海外金融機関を通じた資金調達が高くなると、財務体質の悪さを背景に資金繰りの問題が一気に表面化したものと考えられる。

中小建設業は例外

売上高有利子負債比率から、パブルの清算がどの程度進んだかを業種別にチェックしてみよう。80年代以降での同比率のピークと現時点(2008年1-3月期)との比率の変化率を全規模・全産業について計算すると-36.0%となる。同じく中小企業全産業では-29.7%、中小企業製造業では-24.1%、中小企業非製造業では-32.3%である。これに対して、中小建設業は-5.7%と下落率が極めて小さい。これは28業種中、印刷・同関連業の0%に次いで2番目に小さい下落率である。

このように、現在の中小建設業が直面する苦境は、日本経済全体の方向性を先導する動きと言うよりも、特殊なケースと捉えておくべきではないだろうか。

不況脱却へのプロセス

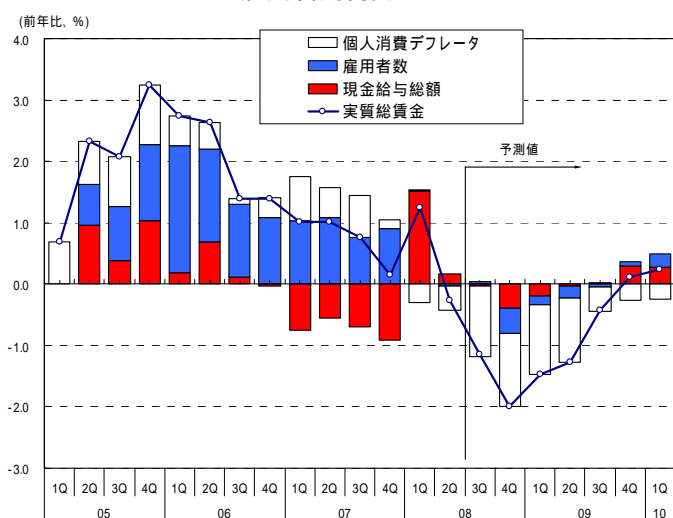
冒頭で述べたように、当社は景気後退期の終わり、即ち景気の「谷」が2009年4-6月期となり、7-9月期に新たな景気拡大期に入ると見込んでいる。最後に、この不況脱却までのプロセスを検討してみたい。

不況脱却へのプロセスは、まず原油価格の高騰に歯止めがかかることが起点になると考えられる。これが、足下で急速に悪化した企業収益が持ち直すための必要条件である。企業収益の回復は設備投資に好影響を与える一方、家計部門にもその恩恵が徐々に及ぼす。

当社が開発した企業収益モデルの試算結果によると、前期ベースでは2009年上期が底、前年比でプラスに戻るのには2009年7-9月期である。2008年度の営業利益は前年度比-13.2%、2009年度は+2.3%となった。

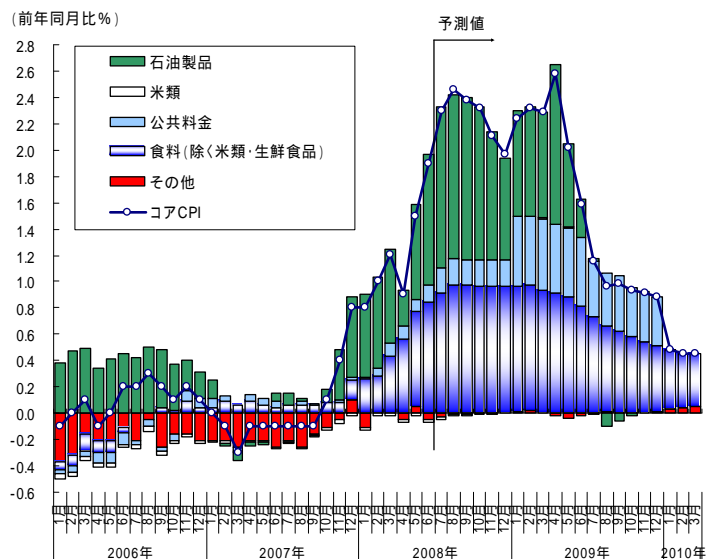
収益持ち直しの影響は、概ね7-9月期に支給時期を迎える09年夏のボーナスに好影響を与え、個人消費を緩やかに浮揚させよう。さらに、足下で食料・エネルギー価格の上昇が止まるとしても、それがインフレ率の沈静化に繋がるまでにはある程度の時間を要する。例えば、09年1月には、大幅な電力料金引き上げが既に決まっている。消費者物価が前期比で上昇率を明確に低下させるのは09年4-6月期であり、それが個人消費に好影響を与えるのは1四半期後の7-9月期頃と推測される。

雇用者所得見通し



(注)2008年7-9月期以降は当社予測値。
(出所)内閣府、厚生労働省資料より野村証券金融経済研究所作成

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。その他は、コアCPIから公共料金、石油製品、食料(除く生鮮食品)を除いたもの。公共料金には移動電話通料を含む。
2.2008年6月までは実績、以降は当社推計値。予測の前提は、7月以降、WTIが130.0ドル/バレル、円ドルレートが105.0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

他方、日本の輸出環境回復の鍵を握るのは米国経済である。既に指摘したように、アジア・資源国向け輸出の堅調により日本の輸出は大幅調整を回避しようが、回復基調に転じるには、米国経済の持ち直しが必要条件となる。原油価格の高騰に歯止めが掛かることは、今年末に向けて正念場を迎える米国経済の失速回避に貢献しよう。さらに2009年4-6月期に新政権の下で追加の財政刺激策が打ち出され、それが09年後半の住宅市場持ち直しに繋がる形で、米国経済は緩やかな持ち直しを実現できると見込む。この場合、輸出を通じた日本経済への好影響は、09年7-9月期に顕在化しよう。

以上を総括すれば、原油価格高騰に歯止めが掛かることを必要条件として、国内企業収益の回復と米国経済持ち直しの2つの原動力に、日本経済は09年7-9月期に景気後退を脱すると見ておきたい。

経済見通しの下方修正

野村証券金融経済研究所は、2008年度実質GDP成長率を+0.7%、2009年度については+1.4%と予想した。前回5月時点と比べて、いずれも0.4%ポイントの下方修正である。さらに、2008年度名目GDP成長率は-0.1%と、2002年度以来6年ぶりのマイナス成長を見込んだ。

需要不足下で政策対応頼みの状況が続く

1. 2008年4-6月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.9%に達し、1-3月期の同+0.9%から加速した。4月末より開始した所得税減税の税還付が成長率を押し上げ、景気後退を回避する形となった。ただし、今回の所得税減税は税還付を通じた1年限りのもので、7月には還付金の配布が終了した。在庫調整の反動やエネルギー価格上昇の一巡などの要因から7-9月期の成長率もある程度下支えられると見られるが、10-12月期以降は、減税効果が完全に剥落し、低成長が予想される。

2. 政策効果を除いた場合、米国経済は次の点で、需要が不足していると見られる<1>住宅市場の長期の調整、<2>家計の資金繰り悪化、<3>証券化市場の混乱に伴う経済の金利感応度の低下、<4>企業のマインド低下による設備投資の手控え、などがその要因である。販売、価格、投資などに現れている住宅市場の調整は、2009年末に一巡することを見込むが、2009年通年では引き続き景気のマイナス要因となるだろう。

3. 住宅価格の下落が終わらない限り、証券化市場の混乱も続くと見られる。景気減速下で、住宅ローン以外の銀行貸出の延滞率も上昇している。金融機関はリスク回避的になり、米国経済に資金を供給することに対して2009年も引き続き消極的な姿勢を採ると見られる。このため、通年の実質GDP成長率は、2008年の+1.8%に対して、2009年は+1.9%とほとんど加速せず、潜在成長率並みのペースには到達しないと予想する。

4. それを受けて、2009年も、減税を通じた景気対策の継続を待望する声強い。2009年は大統領交替の年であり、オバマ民主党候補、マケイン共和党候補のいずれもが減税実施を表明している。減税の規模、内容、方法は、選挙結果の影響を大きく受け止め、2009年の予測値には現時点では織り込んでいないが、成長率見通しの上振れ要因となるだろう。

5. エネルギー、商品価格高を受けて、インフレ懸念が高まったものの、景気減速下で失業率が上昇し、労働コストは抑制されている。潜在成長率以上に景気が加速しないことを踏まえると、目先もインフレ圧力はそれほど強いものにはならないと見られる。しかし、2009年も減税など景気刺激の可能性が高いことから、ポリシーミックスの観点に基づいて、米連邦準備制度理事会(FRB)は金融緩和の一部解除に踏み切り、フェデラルファンド・レート誘導目標水準を現在の2.00%から3.00%程度に引き上げることになるだろう。

米国経済見通し要約表

	(前年比、%)		
	2007年	2008年 (予)	2009年 (予)
実質GDP	2.0	1.8	1.9
国内最終需要(寄与度)	2.0	1.0	1.3
個人消費	2.8	1.3	1.3
住宅投資	-17.9	-20.8	-11.5
設備投資	4.9	3.8	3.0
在庫増減(寄与度)	-0.4	-0.2	0.3
純輸出(寄与度)	0.6	1.1	0.3
輸出	8.4	7.7	4.5
輸入	2.2	-1.1	2.0
政府消費及び総投資	2.1	2.4	2.3
名目GDP	4.8	4.0	4.1
経常収支(年率、10億ドル)	-7,312	-7,460	-7,587
名目GDP比(%)	-5.3	-5.2	-5.1
失業率(%)	4.6	5.4	5.9
消費者物価	2.9	3.6	3.3

(注)失業率は暦年平均値。

(出所)米商務省、労働省統計及び野村證券金融経済研究所作成

前門の景気失速、後門のインフレ懸念

ユーロ圏経済見通し要約表

	2007年	2008年 (予)	2009年 (予)
実質GDP	2.7	1.6	1.2
域内需要(寄与度)	2.3	1.5	1.6
個人消費	1.6	0.8	1.4
政府消費	2.3	1.2	1.2
総固定資本形成	4.4	3.2	2.1
在庫増減(寄与度)	0.0	0.1	0.1
純輸出(寄与度)	0.4	0.1	-0.3
輸出	6.0	4.4	3.2
輸入	5.3	4.4	4.0
消費者物価指数(CPI)	2.1	3.7	2.4
失業率(%)	7.4	7.2	7.4
経常収支(10億ドル)	33.9	5.4	24.0

(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ノムラ・インターナショナル plc(NIPlc)作成

英国経済見通し要約表

	2007年	2008年 (予)	2009年 (予)
実質GDP	3.1	1.6	1.0
国内需要(寄与度)	3.5	1.9	1.0
個人消費	3.1	2.1	0.6
政府消費	1.9	1.9	1.4
総固定資本形成	6.0	0.7	1.3
在庫増減(寄与度)	0.4	-0.5	0.0
純輸出(寄与度)	-0.7	0.3	0.0
輸出	-5.1	1.9	7.1
輸入	-2.4	0.9	6.4
消費者物価指数(CPI)	2.0	3.8	2.5
失業率(%)	5.4	5.3	5.6
経常収支(10億ドル)	-119.3	-84.6	-90.3

(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) 英国政府統計局、予測はノムラ・インターナショナル plc(NIPlc)作成

1. ユーロ圏経済は、景気失速懸念とインフレ懸念を同時に抱える困難な状況に陥っている。2008年4-6月期実質成長率は、暖冬などの一時的要因の反動もあり、前期比-0.2%のマイナス成長となった(前年比+1.5%)。また、先行きについても、<1>これまでの累積2.00%ポイントにおよぼし上げの効果、<2>2007年以降の米国など海外経済の減速、<3>ユーロ高などを受け、減速傾向がより鮮明化すると見られる。ノムラ・インターナショナル plc は、実質 GDP 成長率を2008年+1.6%、2009年+1.2%と潜在成長率を割り込むと予想する。

2. 一方、このような景気減速にもかかわらず、消費者物価上昇率は、7月前年同月比+4.1%と、欧州中央銀行(ECB)の目標(2%未満)を大幅に上回っている。問題は、景気失速懸念とインフレ懸念に同時に対処する政策が存在せず、いずれか一方を優先すれば他方が犠牲になることにある。ECBは、価格転嫁や賃金上昇を通じてホームメイドインフレに転化することを警戒、7月には13カ月ぶりとなる利上げを実施、インフレ抑制優先を鮮明にした。

3. ホームメイドインフレ抑制に向けた大きな山場は、今秋行われるドイツ最大の労働組合IGメタルの賃金交渉となろう。しかし、<1>東西欧州間の賃金格差の存在、<2>ユーロ圏経済が潜在成長率を下回り、失業率が上昇に転じたことなどを踏まえれば、ホームメイドインフレに転化するリスクは限定的と判断される。

4. また、中東欧など新興国経済は先進国向け輸出を呼び水とした景気拡大を遂げているが、先進国経済の減速とそれを受けた新興国通貨増価によって、輸出が減速しつつあり、ラグを伴って減速に向かうと見られる。このような世界経済の減速を踏まえれば、足元のインフレの主因である資源高も早晚落ち着こう。

5. このようなインフレ懸念の後退は、金融政策を二者択一の状況から解放し、年明け後の金融緩和余地が出てくると予想する。

6. 英国経済は、資産担保証券(ABS)市場などを通じた金融機関の資金調達が困難な状況が、住宅ローン貸し出しの絞込みなどに波及、実体経済の悪化につながりつつある。信用収縮を緩和するために、英国中央銀行(BOE)によるレポ対象となるABSの拡大も民間金融機関側から提言されている。しかし、現時点では英財務省、BOEとも消極的なスタンスを崩しておらず、景気悪化に歯止めがかかるめどが立っていない。

景気減速に直面

アジア経済予測表

2008年8月15日現在

(年)	実質GDP成長率(%)		
	2007	2008(予)	2009(予)
アジアNIEs	5.6	4.2	4.0
韓国	5.0	4.3	4.2
台湾	5.7	4.1	3.6
香港	6.4	4.8	4.5
シンガポール	7.7	3.2	3.6
ASEAN5	6.2	4.9	4.8
インドネシア	6.3	5.5	4.8
マレーシア	6.3	4.3	4.5
フィリピン	7.2	4.6	4.8
タイ	4.8	4.4	4.6
ベトナム	8.5	5.7	6.2
中国	11.9	9.6	8.7
合計	9.1	7.2	6.7
(参考)			
NIEs+ASEAN5	5.8	4.5	4.3
インド	9.0	8.1	8.6
(年)	消費者物価上昇率(%)		
	2007	2008(予)	2009(予)
アジアNIEs	2.3	5.0	3.9
韓国	2.5	5.3	3.7
台湾	1.8	3.8	3.2
香港	2.0	4.9	5.6
シンガポール	2.1	6.7	3.9
ASEAN5	4.3	10.1	6.8
インドネシア	6.4	10.9	8.2
マレーシア	2.0	5.6	5.0
フィリピン	2.8	9.7	6.7
タイ	2.2	8.0	3.9
ベトナム	8.3	24.6	13.7
中国	4.8	7.1	5.1
合計	4.0	7.0	5.1
(参考)			
NIEs+ASEAN5	3.1	7.0	5.0
インド	4.7	10.3	4.3
(年)	経常収支(億米ドル)		
	2007	2008(予)	2009(予)
アジアNIEs	1,062	789	934
韓国	60	-137	-113
台湾	329	273	291
香港	283	253	269
シンガポール	391	400	488
ASEAN5	539	396	526
インドネシア	104	123	156
マレーシア	292	342	368
フィリピン	64	20	47
タイ	149	43	58
ベトナム	-70	-131	-103
中国	3,718	3,526	3,638
合計	5,319	4,711	5,099
(参考)			
NIEs+ASEAN5	1,601	1,185	1,461
インド	-174	-360	-403

(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の米ドル換算値を基に算出。

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. 原油や食料品の価格上昇によって、アジア各国・地域の消費者物価上昇率はここ数カ月で大幅に加速してきた。物価上昇は、株価の軟調による負の資産効果と合わせて足下での消費減速につながる一方、企業の投資活動を消極的にさせていると見られる。2008年末にかけて物価上昇による悪影響はさらに拡大すると予想される。インドネシアやマレーシア、中国、インドなどでは政府の補助金によって国内のガソリンなど燃料価格を一定の水準に据え置いてきた。しかし、国際的な原油価格の上昇により、5～6月から燃料価格を大幅に値上げせざるを得ない状況に追い込まれた。こうした措置は、今後の民間消費に悪影響を及ぼす可能性が高い。

2. 2008年前半のアジア経済は、輸出がまずまずの伸びを維持したことで比較的高い成長率を確保することができた。しかし、2008年後半には、米欧など主要先進国における景気悪化によって輸出がはっきりと減速することが想定される。輸出減速と物価上昇の影響が重なり、アジア景気は2008年後半から明確な減速局面に入り、2009年前半に景気が底に達する可能性が高い。2009年後半には米国経済がやや持ち直すことで輸出は回復しようが、中国発のインフレ圧力の影響もあって景気拡大のペースは比較的緩やかなものにとどまると見込まれる。

3. 以上の展開を勘案して、2008年におけるアジアNIEs(香港、台湾、韓国、シンガポール)とASEAN5カ国(マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム)の成長率見通しを+4.1%から+4.5%に引き上げる一方、2009年については、+4.4%から+4.3%へと引き下げた。

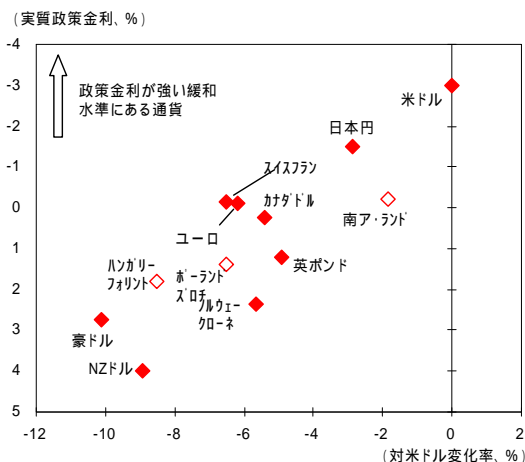
4. 中国経済も、2008年後半にはよりはっきりした景気減速局面に入る可能性が高い。足下までは民間消費や投資の好調が続いているものの、輸出は6月の実質ベースの伸びが前年比で+5.9%にまで低下するなど減速が目立ってきた。賃金の高い伸びや原材料の高騰、人民元為替レートの上昇、昨年来政府が導入してきた輸出抑制政策などの影響が輸出産業を直撃している。野村国際(香港)では、中国の実質GDP成長率が2007年の+11.9%から2008年には+9.6%、2009年には+8.7%に低下すると予想している。政策対応としては、既に、銀行融資規制の緩和、繊維・アパレル輸出に際しての税還付引き上げ、人民元為替レートの切り上げペースの緩和などが実行されてきた。今後も景気状況に合わせて追加的対策が講じられる可能性が高い。

野村証券株式会社 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る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、正確かつ完全であることを当社が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意見、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。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、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。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただけますようお願い申し上げます。

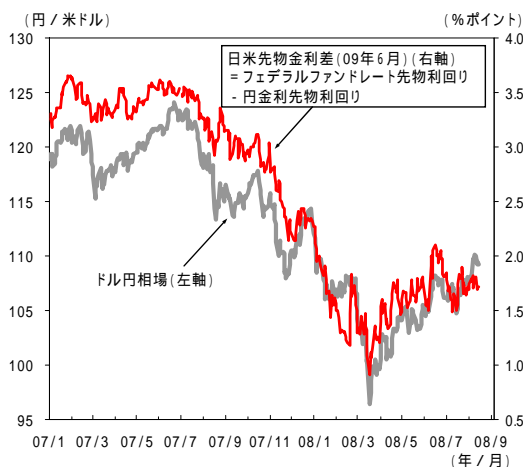
大幅な円高・ドル安は見込みにくいマクロ環境

原油急落局面での通貨リターンと実質政策金利



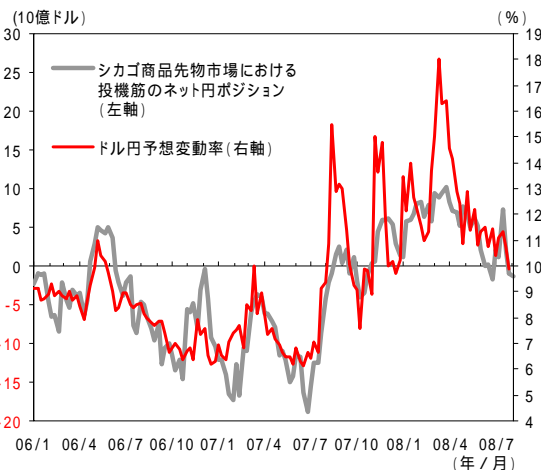
- (注) 1. 対米ドル変化率は、08年7月14日～08年8月12日の期間リターン。
 2. 実質政策金利 = 政策金利(08年8月12日時点) - 消費者物価上昇率(08年6月)。
 3. 白抜きは新興国通貨。
 (出所) ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

先物市場が織り込む日米金利差とドル円相場



(出所) ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

ドル円予想変動率と投機筋の円ポジション



(注) 予想変動率は1カ月物オプション価格より算出した。
 (出所) ブルームバーグより野村証券金融経済研究所作成

1. ドル円相場は3月半ばに1ドル=100円割れを経験して以降、円安・ドル高方向で推移している。7月後半からは円安と言うよりも、原油価格急落に誘発された「ドル全面高」の様相を呈している。

2. これまで資源価格の上昇は、インフレ警戒色の強い中央銀行の利上げを市場に予想させ、これら経済圏の通貨を強く押し上げてきた。逆に、「景気重視の米連邦準備制度理事会(FRB)にとって、資源高は利上げの障害=ドル安材料」と理解されていたフシがある。原油価格急落は、このような各国金融政策の方向観に修正を迫り、幅広い通貨で相場水準の調整を促した。

3. 円ドル相場に焦点を絞ると、そこには日米景気の「ねじれ」が反映されている。減税効果の発現、原油価格の下落により米国経済が極端に下振れるリスクが当面低下した一方、日本経済の後退局面入りは濃厚となった。先物市場では、2009年中に日銀が利上げに踏み切るとの期待が完全に消滅した。市場参加者は、米金利引き上げによって日米金利差が拡大するとの自信を深めており、これが円安・ドル高傾向を支えている。

4. 金融政策に加え、当面は日米財政政策の行方もドル円市場の注目点となる可能性がある。我々の試算によれば、仮に政府から家計部門への所得移転が日本：1.0兆円、米国：500億ドル規模で行われた場合、前者は0.5～1.0%の円高要因、後者は2～4%のドル高要因となる。米国の大規模追加財政措置が決まれば、無視できないドル押し上げ圧力となり得る。

5. 当面、各国景気・金利の「方向」が為替相場を左右する展開が予想される。しかし、商品市況が落ち着き、これに米国金融市場の安定が重なれば、経済成長率・金利の「水準」が再び重要性を増してくるだろう。実際、ドル円相場は、他通貨に先駆けて予想変動率が急低下しており、円金利の低さに注目した売り持ち高を積み上げやすい環境を次第に整えつつある。為替相場は短期的な振れを見せながらも、いずれ金利水準が素直に反映される世界に戻っていくと見込む。

6. 以上、マクロ環境を見渡す限り、1ドル=100円を割り込むような円高水準が定着する可能性は低い。円急騰のリスクがあるとすれば、米国でさらなる利下げが要請されるような悲観シナリオの場合に限られよう。なお、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、予想期間にわたって1ドル=105円で横ばいとした。

野村證券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、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、(社)金融先物取引業協会

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る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、正確かつ完全であることを当社が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意見、経済全般の実績、評価又は将来動向の表示等は、作成日時点におけるものであり、予告なく変わる場合があります。この資料には、特定の前提条件の下に特定の手法により導き出されたシミュレーション、試算等が示されている場合があります。これらシミュレーション等の結果は、前提条件が異なる場合、別の手法による場合等においては、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。このレポートは、提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。