

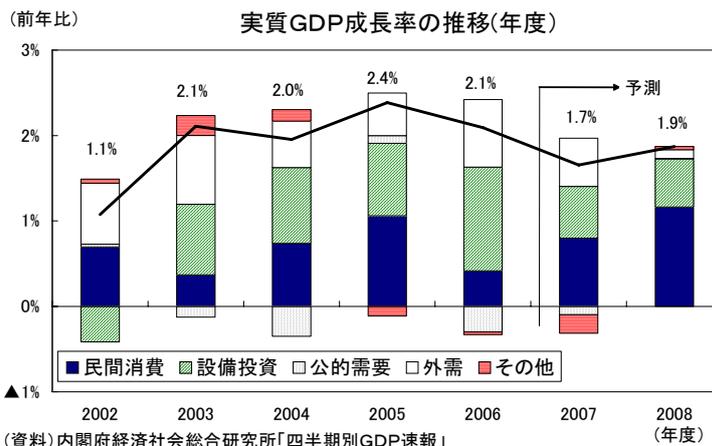
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

2007・2008年度経済見通し～4-6月期2次QE後改定

<2007年度1.7%、2008年度は1.9%成長>

1. 4-6月期のGDP2次速報は、設備投資の下方修正を主因として、実質GDP成長率が1次速報の前期比0.1%（年率0.5%）から前期比▲0.3%（年率▲1.2%）のマイナス成長へと下方修正された。名目成長率も前期比0.3%（年率1.1%）から前期比▲0.2%（年率▲0.7%）へと下方修正された。
2. 4-6月期の成長率の下方改定を受けて、2007年度の実質GDP成長率の見通しを8月時点の2.0%から1.7%へ下方修正した。米国経済の減速が長期化する可能性が高まったことなどから、2008年度の実質GDP成長率の見通しも8月時点の2.1%から1.9%へ下方修正した。
3. ECB（欧州中央銀行）は9月の政策理事会で利上げを見送り、FRB（米連邦準備制度理事会）が9/18に開催されるFOMC（連邦公開市場委員会）で利下げを行うことはほぼ確実と見られる。日銀の追加利上げは、サブプライムローン問題に伴う市場の動揺が収束し、米国経済の腰折れ懸念が払拭されることを条件に、2008年入り後に実施されると予想する。



経済調査部門

(03)3512-1884

シニアエコノミスト 斎藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 TEL : (03)3512-1800

ホームページアドレス : <http://www.nli-research.co.jp/>

4-6 月期 2 次 QE 後経済見通し

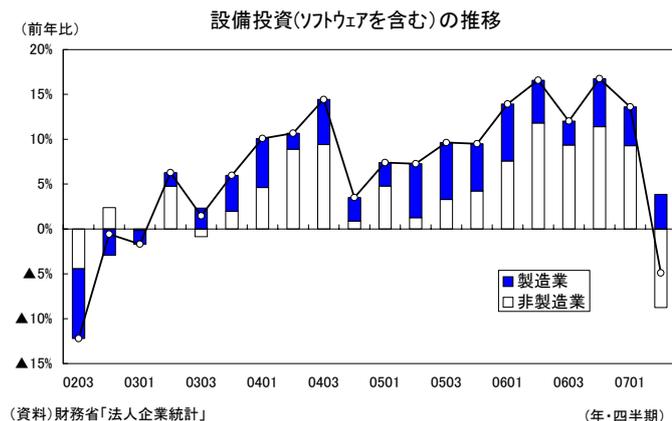
1. 4-6 月期はマイナス成長へ下方修正

(設備投資が大幅下方修正)

9/10 に内閣府が公表した 2007 年 4-6 月期の GDP 2 次速報 (2 次 QE) は、実質 GDP 成長率が前期比▲0.3% (年率▲1.2%) となり、8/13 に公表された 1 次速報 (前期比 0.1%、年率 0.5%) から大幅に下方修正された。

1 次速報で前期比 1.2% の増加となっていた設備投資が同▲1.2% へと大幅に下方修正されたことが、プラス成長からマイナス成長に転じた主因である。設備投資の改定だけで成長率は前期比▲0.4% 押し下げられた。そのほかの需要項目では、民間消費が前期比 0.4% から同 0.3% へ、公的固定資本形成が前期比▲2.1% から同▲2.6% へ下方修正された。

設備投資の大幅下方修正は、1 次速報で推計の基礎統計として用いられていた生産動態統計などの供給側のデータに、需要側のデータである法人企業統計を加えて推計し直したことによるものである。9/3 に公表された 4-6 月期の法人企業統計では、設備投資 (ソフトウェアを含む) が前年比▲4.9% と 17 四半期ぶりの減少となった。製造業は前年比 11.7% と堅調を維持したものの、不動産業やリース業の急減などから非製造業が前年比▲13.1% 減と大きく落ち込んだことが響いた。



名目 GDP 成長率も、前期比 0.3% (年率 1.1%) から前期比▲0.2% (年率▲0.7%) へと下方修正された。

なお、2007 年 4-6 月期の改定に加え、基礎統計の追加や季節調整のかけ直しなどによって、2007 年 1-3 月期以前の成長率も改定された。4-6 月期 1 次速報段階では、2005 年 1-3 月期から 2007 年 4-6 月期まで 10 四半期連続のプラス成長となっていたが、2006 年 7-9 月期の実質成長率は、前期比 0.1% (年率 0.2%) のプラスから前期比▲0.1% (年率▲0.5%) のマイナスへと下方修正された。

また、設備投資は 2007 年 1-3 月期も前期比 0.3% から同▲0.2% へと下方修正された。1 次速報時点では、設備投資は 2007 年 4-6 月期まで 6 四半期連続の増加となっていたが、今回の改定によって 2007 年入り後、2 四半期連続の減少となり、足もとの設備投資の姿は大きく様変わりした。

2. 2007年度1.7%成長、2008年度1.9%成長

(2007年度、2008年度ともに成長率の予想を下方修正)

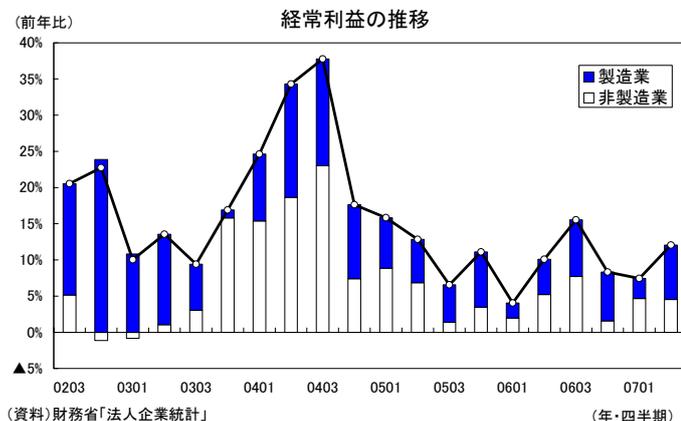
4-6月期GDP2次速報を受けて、2007・2008年度経済見通しを改定した。実質GDP成長率の予想は2007年度が1.7%、2008年度が1.9%と、前回予測の8/15時点と比べてそれぞれ0.3%、0.2%下方修正した。

2007年度は、4-6月期実績の下方改定を受けて、設備投資の伸びを下方修正したこと、2008年度は、米国経済の見通しを下方修正したことなどから、輸出、設備投資の伸びを下方修正したことが主な変更点である。

(設備投資の増加基調は崩れていないが、伸び率は徐々に低下)

4-6月期の法人企業統計では、設備投資は17四半期ぶりの減少となったが、その一方で経常利益は前年比12.0%と1-3月期の同7.4%から伸びを高める結果となった。

設備投資拡大の主因となってきた企業収益が好調を維持していることからすれば、設備投資の増加基調が崩れてしまったと判断するのは早計で、7-9月期は4-6月期の反動もあって前期比3.5%と高い伸びとなることが見込まれる。



ただし、日銀短観や日本政策投資銀行などの調査では、2007年度の設備投資計画は増額計画にはなっているものの、昨年同時期の調査と比べれば伸び率は鈍化している。輸出の減速に伴う売上の伸び鈍化や、原材料費、人件費増加に伴うコスト増を背景として企業収益の伸びは先行き鈍化する可能性が高い。設備投資の増加基調は維持されるものの、伸び率は2006年度の8.0%から2007年度は3.8%、2008年度は3.4%へと徐々に低下すると予想する。

(米国経済減速の影響から、輸出の再加速は期待薄)

前回予測では、米国経済は2008年半ば頃まで前期比年率2%台半ばから後半の成長が続き、住宅投資の調整が終了する2008年後半には3%程度の成長が実現するとしていた。しかし、サブプライムローン問題の深刻化による住宅投資の調整長期化や、それに伴う個人消費の減速などから、2008年半ばまでは1%台後半の低成長、2008年後半も2%台の成長にとどまる姿を見通しを下方修正した(詳細は9/14発行予定の米国経済見通し参照)。

また、9/7に発表された8月の米国雇用統計が市場予想を大きく下回り、米国経済の先行き不透明感が高まったことから、円高ドル安が進んでいることを受け、円ドルレートの想定を8月時点よりも若干円高に修正した(2007年度:119円→116円、2008年度:115円→112円)。

4-6 月期の輸出は前期比 0.8%と、1-3 月期の同 3.4%から大きく減速したが、米国経済の低迷長期化や、円高の進展により、先行きも輸出の伸びが大きく高まることは期待できないだろう。輸出は2006年度の前年比8.2%から2007年度が5.9%、2008年度が4.4%と徐々に伸びが低下し、外需寄与度も2006年度の0.8%から2007年度は0.6%、2008年度は0.1%と縮小傾向が続こう。

現時点では、サブプライムローン問題による日本の実体経済への影響は限定的と考えられる。しかし、住宅市場の大幅な調整が個人消費に深刻な影響を及ぼすことにより、米国経済が失速するリスクはこれまでよりも高まっている。日本の輸出全体に占める米国向けの割合は2割程度にすぎないが、米国経済の減速は、米国への輸出に大きく依存している中国など多くの国の成長率の低下につながるだろう。現時点では米国向け輸出の落ち込みをアジア向け、EU向けなどの増加がカバーする形となっているため、輸出の増加基調はかろうじて維持されているが、米国経済減速の影響が世界に波及するようなことがあれば、日本の輸出全体が減少に転じる恐れもあるだろう。

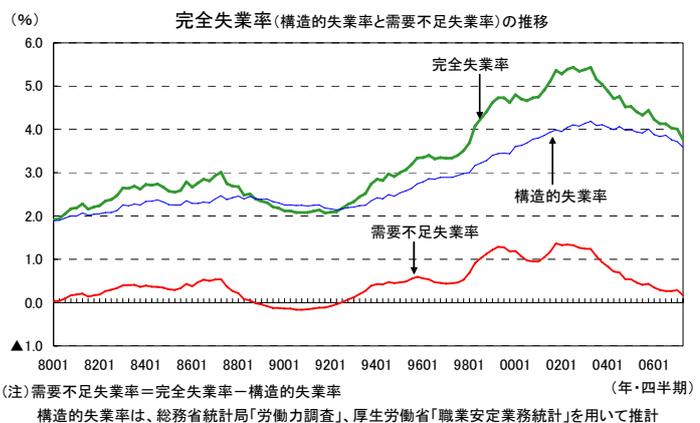
(景気拡大持続の鍵を握る個人消費)

輸出、設備投資といった企業部門の牽引力が弱まる中で、景気拡大持続の鍵を握るのは個人消費の動向である。

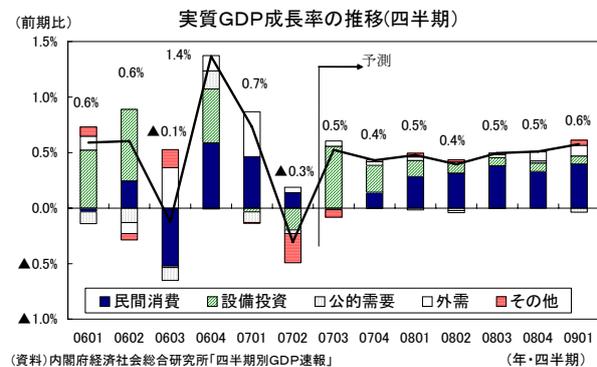
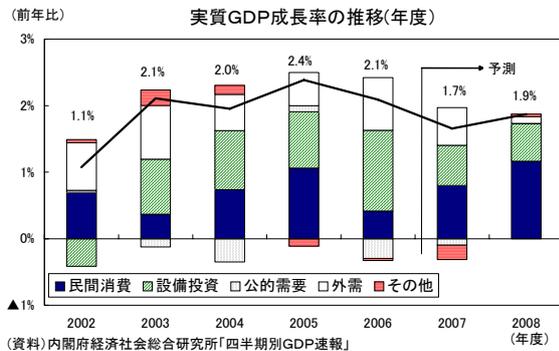
雇用者報酬は2006年4-6月期の前年比2.0%をピークに伸び率が徐々に鈍化し、2007年1-3月期、4-6月期ともに前年比0.3%と2四半期続けてほぼ横ばいにとどまった。これは、雇用者数は前年比1%程度の比較的高い伸びを続けているが、一人当たり賃金が減少しているためである。賃金の低迷が続く中、6月からは住民税の増税が始まったため、足もとでは家計の税負担が拡大している。さらにガソリン価格高騰の影響などから消費者心理も悪化が続いているため、7-9月期の個人消費は停滞する可能性が高い。

一方、雇用情勢は改善を続けており、2007年4月に9年2ヵ月ぶりに3%台となった失業率は7月には3.6%にまで低下した。労働需給の逼迫から賃金上昇が加速しやすくなる構造的失業率の水準は、3%台半ばと見られるが、足もとではそれに近い水準となっており、需要不足による失業はほぼ解消したものと考えられる。労働需給の逼迫に伴う賃金上昇圧力は今後徐々に高まっていくだろう。

賃金上昇に加え、利子、配当の増加が可処分所得を着実に押し上げる効果も見込まれることから、2007年度後半から2008年度にかけて、民間消費は回復に向かうだろう。2006年度の民間消費は0.7%と低い伸びにとどまったが、2007年度は1.4%、2008年度は2.1%と伸びが高まると予想する。



ただし、現時点では賃金の低迷が続いており、個人消費が本格回復するための条件は整っていない。海外経済の好調、円安の継続など、これまでのような外部環境の追い風が期待しにくい状況の中、賃金上昇の実現により企業部門から家計部門へのバトンタッチが進まなければ、景気が腰折れしてしまうリスクが高まるだろう。



(年内の利上げは困難な状況に)

金融政策の見通しについては、前回予測では9月としていた次回の利上げ時期を、2008年1-3月期に変更した。

ECB (欧州中央銀行) のトリシェ総裁は、8/2の政策理事会後に9月の利上げを事実上予告していた。しかし、8/9にサブプライムローン問題に端を発する信用収縮が表面化し、その後も市場の流動性不足が続いたことで、9/6の政策理事会では利上げの見送りを余儀なくされた。

また、サブプライムローン問題が拡大する中、8月の雇用統計で非農業部門の雇用者数が4年ぶりに減少したこともあり、FRB (米連邦準備制度理事会) が9/18に開催されるFOMC (連邦公開市場委員会) で利下げを行うことはほぼ確実と見られ、さらに年末にかけて追加利下げが実施される可能性が高い。

こうした中、日銀は、年内は追加利上げを見送る可能性が高く、次回の利上げはサブプライムローン問題に伴う市場の動揺が収束し、米国経済の腰折れ懸念が払拭されることを条件に、2008年入り後に実施されると予想する。その後は2四半期に一度のペースで0.25%の利上げが行われ、2008年度末のコールレート (無担保、翌日物) の誘導目標は1.25%になるだろう。

(米国、欧州の経済見通しは9月14日 (金) 発行のWeeklyエコノミスト・レターに掲載します)



日本経済の見通し (2007年4-6月期2次QE(9/10発表)反映後)

(単位、%) 前回予測 (2007.8)

	2006年度 実績	2007年度 予測	2008年度 予測	06/10-12 実績	07/1-3 実績	4-6 実績	7-9 予測	10-12 予測	08/1-3 予測	4-6 予測	7-9 予測	10-12 予測	09/1-3 予測	2007年度	2008年度
実質GDP	2.1	1.7	1.9	1.4	0.7	▲0.3	0.5	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6	2.0	2.1
内需寄与度	(1.3)	(1.1)	(1.8)	(1.2)	(0.3)	(▲0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(1.4)	(1.9)
内、民需	(1.6)	(1.2)	(1.8)	(1.1)	(0.4)	(▲0.3)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(1.5)	(1.9)
内、公需	(▲0.3)	(▲0.1)	(0.0)	(0.2)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(▲0.0)
外需寄与度	(0.8)	(0.6)	(0.1)	(0.1)	(0.4)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.6)	(0.2)
民間最終消費支出	0.7	1.4	2.1	1.1	0.8	0.3	▲0.0	0.3	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	1.6	2.2
民間住宅投資	0.4	▲4.3	1.3	1.7	▲0.8	▲3.4	▲2.6	0.8	1.2	0.3	▲0.1	0.5	0.5	▲1.4	0.9
民間企業設備投資	8.0	3.8	3.4	3.0	▲0.2	▲1.2	3.5	1.5	0.9	0.6	0.4	0.5	0.4	4.7	4.1
政府最終消費支出	0.9	0.9	0.9	0.1	▲0.2	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2	0.4	0.2	0.1	0.9	0.9
公的固定資本形成	▲9.6	▲5.2	▲4.2	3.7	▲1.2	▲2.6	▲2.2	▲0.2	▲1.2	▲1.4	▲1.0	▲0.5	▲1.4	▲5.1	▲4.3
輸出	8.2	5.9	4.4	0.9	3.4	0.8	1.0	0.9	1.2	0.9	1.1	1.3	1.4	6.3	5.0
輸入	3.3	2.8	5.2	▲0.1	0.9	0.6	1.0	1.2	1.3	1.4	1.5	1.1	1.0	3.0	5.5
名目GDP	1.4	1.4	2.0	1.4	0.4	▲0.2	0.4	0.3	0.7	0.5	0.7	0.0	0.9	1.7	2.3

(注) 実質GDPの上段は前期比、中段は前期比年率、下段は前年比。その他の需要項目はすべて前期比。

<主要経済指標>

(単位、%)

	2006年度	2007年度	2008年度	06/10-12	07/1-3	4-6	7-9	10-12	08/1-3	4-6	7-9	10-12	09/1-3	2007年度	2008年度
鉱工業生産 (前期比)	4.8	2.5	2.9	2.2	▲1.3	0.2	1.8	0.8	0.5	0.5	0.7	0.7	0.9	1.9	3.1
国内企業物価 (前年比)	2.8	1.7	▲0.2	2.6	1.9	2.3	1.8	1.4	1.4	▲0.2	▲0.7	▲0.1	0.2	2.0	0.1
消費者物価 (前年比)	0.2	0.0	0.4	0.3	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.0	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.1	0.5
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.1	0.4	0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.1	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	0.1	0.5
経常収支 (兆円)	21.2	25.3	23.0	22.9	22.5	26.2	24.8	25.6	24.7	24.5	23.1	22.6	21.8	25.0	23.1
(名目GDP比)	(4.1)	(4.9)	(4.4)	(4.5)	(4.4)	(5.1)	(4.8)	(4.9)	(4.7)	(4.7)	(4.4)	(4.3)	(4.1)	(4.8)	(4.4)
失業率 (%)	4.1	3.7	3.5	4.0	4.0	3.8	3.7	3.7	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.7	3.5
住宅着工戸数(万戸)	129	122	123	131	125	127	117	121	122	123	123	123	124	127	126
コールレート (無担保・翌日物)	0.50	0.75	1.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.00	1.50
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.8	1.7	2.1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.9	2.0	2.2	2.4	1.9	2.4
為替 (円/ドル)	117	116	112	118	119	121	117	114	114	112	112	112	112	119	115
原油価格 (CIF,ドル/バレル)	64	70	71	61	58	64	73	71	71	71	71	71	71	70	71
経常利益 (前年比)	10.0	5.8	0.9	8.3	7.4	12.0	5.4	3.4	2.8	1.9	0.9	0.3	0.7	3.7	1.6

(注) 10年国債利回り、為替、原油価格は期中平均値、コールレートは期末値

(資料) 内閣府経済社会総合研究所「四半期別GDP速報」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」、財務省「法人企業統計季報」他

(総括)					
経済調査部長	樋 浩一	(はじ こういち)	(03) 3512-1830	haji@nli-research.co.jp	
(日本経済担当)					
シニアエコノミスト	斎藤 太郎	(さいとう たろう)	(03) 3512-1836	tsaito@nli-research.co.jp	
研究員	篠原 哲	(しのはら さとし)	(03) 3512-1838	shino@nli-research.co.jp	
(金融・為替担当)					
シニアエコノミスト	矢嶋 康次	(やじま やすひで)	(03) 3512-1837	yyajima@nli-research.co.jp	
(米国経済担当)					
主任研究員	土肥原 晋	(どいはら すずむ)	(03) 3512-1835	doihara@nli-research.co.jp	
(欧州経済担当)					
主任研究員	伊藤 さゆり	(いとう さゆり)	(03) 3512-1832	ito@nli-research.co.jp	

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)