



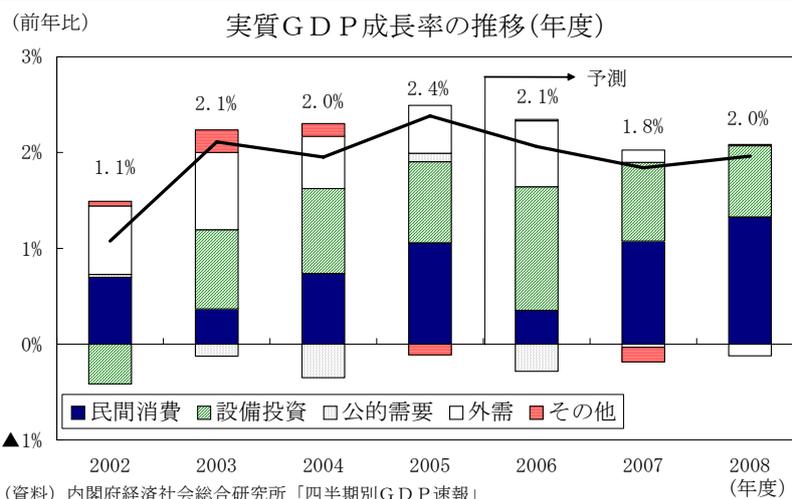
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

残る不安定化の根～2次QE後経済見通し

＜実質成長率：2007年度1.8%、2008年度は2.0%に＞

- 10-12月期のGDP（2次速報）は、実質成長率が前期比1.3%（年率5.5%）となり、11月発表の1次速報（前期比1.2%、年率4.8%）から若干上方修正された。消費の持ち直し、設備投資の伸びから内需中心の高成長となった。
- 2006年度の実質成長率は2.1%となり、前回の見通しよりも若干高まると見込まれるが、2007年度、2008年度の成長率は前回見通しと同じである。10-12月期の米国の経済成長率は大幅に下方修正されたが、年末に向けて再加速していき、日本も次第に成長率が高まるといふ姿の見通しも変わらない。
- 2月末の中国株下落に端を発した世界的株価下落や、円キャリー・トレードの解消による円高は一度は落ち着きを見せた。しかし、米国の家計貯蓄率のマイナスや大幅な経常収支赤字がもたらす不均衡は続いており、市場の不安定化の根は残っている。



経済調査部門

(03)3512-1884

チーフエコノミスト 樋 浩一 (はじ こういち)

(03)3512-1830 haji@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/>

残る不安定化の根

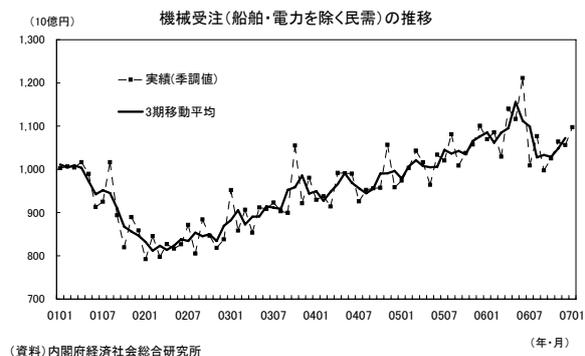
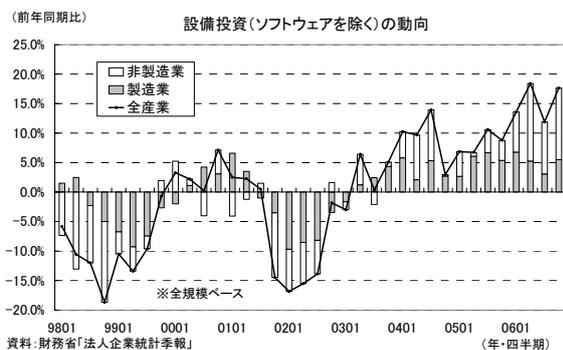
1. 高成長となった10-12月期GDP

(内需中心の高成長)

内閣府が12日発表した10-12月期のGDP2次速報値(2次QE)は、実質成長率は前期比1.3%(年率5.5%)、名目成長率は前期比1.4%(年率5.6%)となった。2月に発表された1次速報値(実質:前期比1.2%、年率4.8%、名目:前期比1.2%、年率5.0%)から、名目成長率、実質成長率とも上方修正された。実質成長率が上方修正された主因は、設備投資の伸びが1次速報の前期比実質2.2%の増加から3.1%増に、公的固定資本形成が2.7%から3.7%に、それぞれ上方修正されたことである。民間最終消費支出の伸びが高く、10-12月期の経済像は、1次速報発表段階での国内需要中心の高成長という姿と変わらない。

10-12月期の法人企業統計では、設備投資額(ソフトウェアを除く)は前年同期比17.6%増と7-9月期の11.9%増から伸びを高めた。設備投資の先行指標である機械受注統計は、2006年7-9月期に前期比▲11.1%の大幅なマイナスとなり、10-12月期は2.0%の増加となったものの、前年同期比では7-9月期の▲1.1%に続き▲1.6%の減少だった。設備投資の先行きにはやや不透明感も出ていたが、1月は前月比3.9%の増加となり、前年同月比でも2.6%の増加となっている。

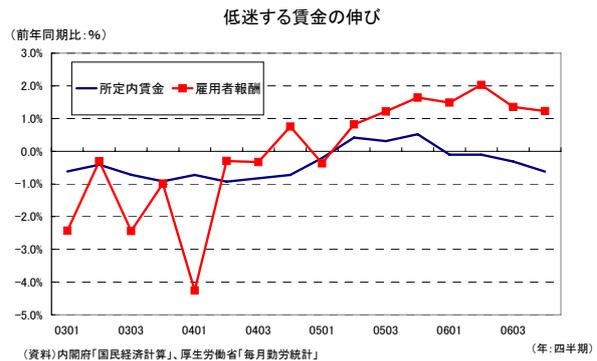
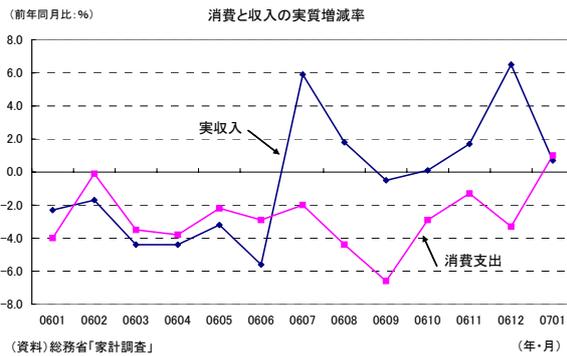
4月に発表される日銀短観(3月調査)では2007年度の企業の設備投資計画がはじめて調査されるが、企業の設備投資意欲が強いことを示すものとなると予想される。



(消費の持ち直し)

7-9月期は民間最終消費支出が前期比実質▲1.1%という大幅な落ち込みを示したが、10-12月にはこの反動から1.0%の大きな伸びとなっている。家計調査で見ても、二人以上世帯の消費支出は、7-9月期の前年同期比実質▲3.9%の減少から10-12月期は実質▲1.7%の減少へとマイナス幅は縮小していた。さらに1月は名目、実質ともに前年同月比0.6%の増加に転じている。勤労者世帯の実収入は、2006年4-6月期は前年同期比実質▲4.6%の減少であったものの、7-9月期は前年同期比実質2.7%増、10-12月期も実質3.7%の増加で、所得面から見れば消費が伸びる余地が

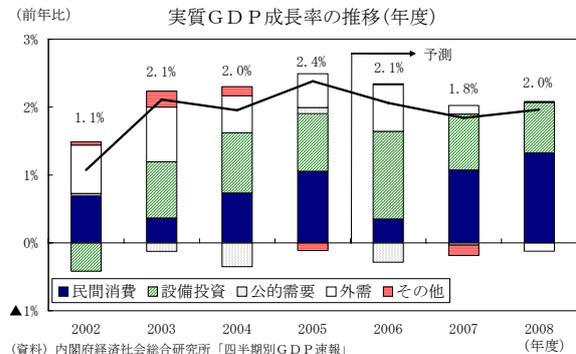
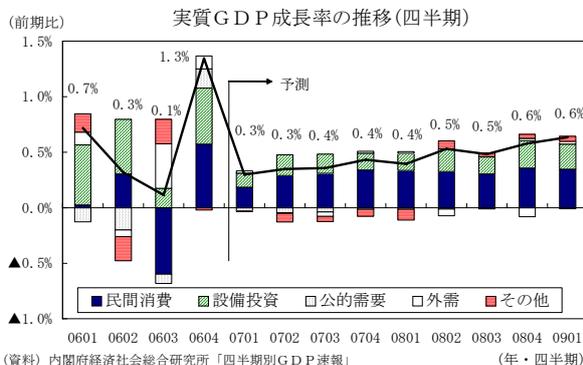
ある。雇用情勢の改善にも関わらず雇用者一人当たりの賃金の上昇は依然として緩やかなものに留まっている上、企業の賃上げの姿勢も定期給与の引き上げよりはボーナスなど一時金の増額に軸足をおいたものとなっている。このため、毎月勤労統計で見た所定内賃金は 2006 年に入ってから前年比の上昇率がむしろ低下している。家計調査でも、ボーナス支給月に当たる 7 月や 12 月の実収入の伸びは高いが、その他の月の伸びは低く、1 月は実質 0.7% 増に留まっている。消費は持ち直しているものの、さらに伸びが高まるかどうかは、初任給や春闘の動向に依存している。



(1次 QE 後と見通しは変わらず)

鉱工業生産指数は 10-12 月期は前期比 2.6% という高い上昇率となったものの、1 月は前月比▲1.5% のマイナスとなった。製造工業生産予測指数は、3 月は前月比 2.4% の上昇が予想されているものの、2 月は前月比▲1.8% のマイナス予想である。このため鉱工業生産の 1-3 月期は前期比でマイナスとなる可能性が高いものの、10-12 月期の高い伸びの反動という側面もある。IT 関連の在庫調整進展などにより、4-6 月期には再び生産は拡大基調に戻るだろう。

2次 QE の発表を受け、2月 19 日に発表した 2007・2008 年度経済見通しを微修正した。2006 年度の実質成長率は 2.1% となり、前回の見通し (2.0%) よりも若干高まると見込まれるが、2007 年度 1.8%、2008 年度 2.0% という実質成長率の予想は前回見通しと同じである。10-12 月期の米国の経済成長率は大幅に下方修正されたが、年末に向けて再加速していき、日本の経済成長率も次第に高まるといふ姿の見通しも変わらない。

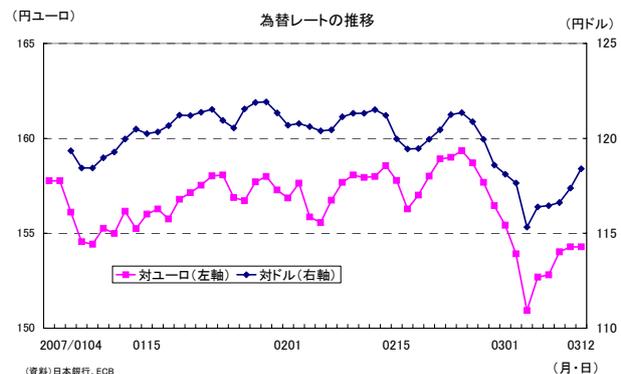
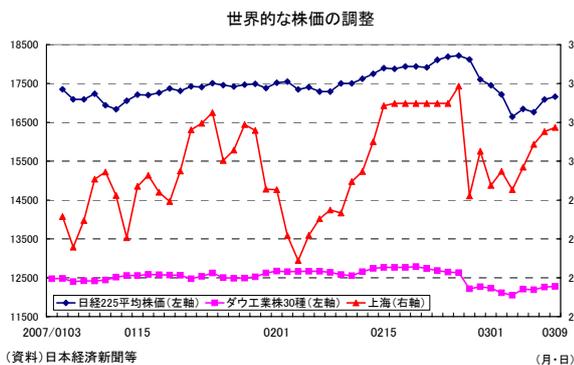


2. 残る金融市場不安定化の根

(世界的な株価の調整)

2月末に中国の株価下落を発端として、世界的な株価の調整が起こった。円借り取引(円キャリー・トレード)の縮小から、為替レートも1ドル120円台から115円台へ、対ユーロでは159円台から150円台へと円高が進んだ。21日には日銀が利上げを行っており、内外金利差の縮小から円借り取引の縮小が起こる、という連想も円高に拍車をかけた。

短期的な円キャリー・トレードの手仕舞いが一段落したことや、内外金利差に注目した外貨買いの需要も根強いことから、その後、為替レートは対ユーロでは155円近辺、対ドルでは118円付近で落ち着いた動きとなった。米国の2月の雇用統計が懸念されていたほどには悪化しなかったこともあり、米景気の急激な減速懸念が後退しNYダウも持ち直した。日経平均株価は、3月5日の終値は16642.25円にまで下落したが、3/12終値は1万7000円台を回復している。



今回の世界的な株価の下落のきっかけは、時間的な順序からすれば中国の上海市場の株価下落である。しかし、その背景には米国景気の先行きに対する不安と、日本の金融政策正常化に伴って世界的な資金余剰が縮小していくという予想がある。米国の10-12月期の実質経済成長率は、2月末に発表された改定値で年率3.5%から2.2%へと大幅下方修正された。下方修正の要因は、在庫投資と消費支出下方修正、輸入の上方修正である。全体の伸び率は下方修正されたものの消費支出の伸びは4.2%と高く、現時点では米国経済のソフトランディングが成功するという見方が強い。しかし、米国の家計貯蓄率は2005年の▲0.4%に続いて2006年も▲1.1%のマイナスとなっており、住宅投資の減少、住宅価格の下落が、今後消費にマイナスの影響を与える恐れがある。グリーンスパン前FRB議長の米国景気に対する警戒的な講演内容が伝えられたことも、株価の下落を促進した要因と考えられる。米国の景気に対する不安感が完全に払拭されたわけではない。

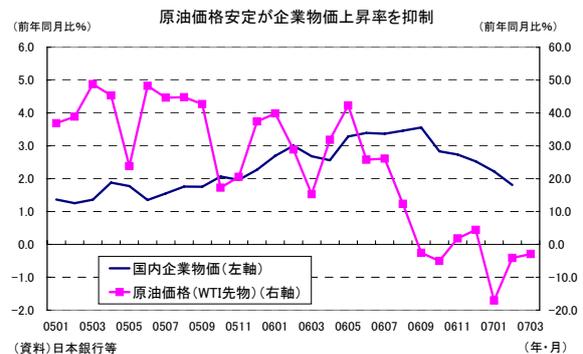
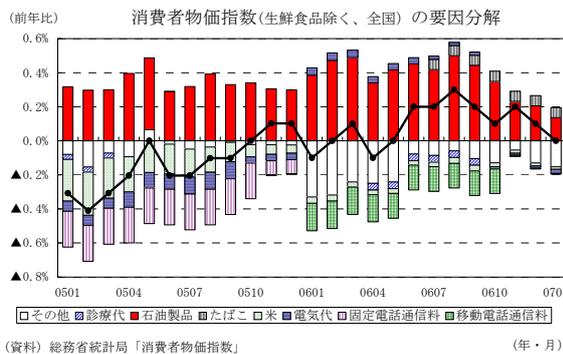
日本の内外金利差は依然大きく、円キャリー・トレードの全面的なまき戻しがすぐに起こるとは考えにくい。しかし日本の金融政策が正常化していく過程では、円キャリー・トレードの解消に絡む小刻みな円高が発生する可能性が高いだろう。そもそも米国の大幅な経常収支の赤字を解消するためには大幅なドルの下落が必要であり、中期的には中国元をはじめとした多通貨間の調

整が起こると予想される。

(金融政策の見通し)

日本銀行は、2月21日の金融政策決定会合で、短期金利(無担保コールレート・オーバーナイト物)の誘導水準を0.25%引き上げて0.5%とすることを決定した。同時に補完貸付の基準貸付利率を0.35%引き上げて、0.75%とすることとなった。

金融政策決定会合後に日銀が発表した文書でも、消費者物価(除く生鮮食品)は目先ゼロ近傍で推移する可能性があるとされていたが、3月2日に発表された1月の消費者物価指数では、消費者物価(同)は前年同月比の上昇率がゼロとなっている。原油価格は、ピーク時の2006年夏ごろよりは低下しているため前年比では下落となる月が増えており、国内企業物価の上昇率も低下傾向にある。先行きについても、これまで消費者物価を押し上げてきた石油製品の価格が前年比でマイナスとなり、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比がマイナスに陥る可能性も高い。



4月の展望レポートでは、物価上昇率の先行きについては10月時点での見通しの下方修正を迫られると見られるが、企業部門を中心とした景気回復の動きが、賃金の上昇を通じて家計部門に及ぶとともに物価を押し上げるというシナリオを維持するだろう。景気回復が続いていけば、日銀は金融政策の正常化を目指していくことになる。しかし当面は、消費者物価の前年比上昇率がマイナスとなる可能性が高いことや、参議院選挙などの政治的な日程もからんでいることから、利上げのペースはゆっくりとしたものとなり10-12月に0.25%の金利引き上げを目指すことになると予想している。

(米国、欧州の経済見通しは今週末3月16日(金)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 (2006年10-12月期2次QE(3/12発表)反映後)

(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	前回予測 (2007.2)	
	見込	予測	予測	実績	予測	2007年度	2008年度								
実質GDP	2.1	1.8	2.0	1.3 5.5 2.3	0.3 1.2 2.3	0.3 1.4 2.1	0.4 1.4 2.4	0.4 1.7 1.3	0.4 1.6 1.6	0.5 2.1 1.7	0.5 1.9 1.9	0.6 2.3 1.9	0.6 2.6 2.4	1.8	2.0
内需寄与度	(1.4)	(1.7)	(2.1)	(1.2)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.7)	(0.6)	(1.6)	(2.1)
内、民需	(1.7)	(1.8)	(2.1)	(1.0)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.6)	(0.6)	(1.6)	(2.1)
内、公需	(▲0.3)	(▲0.0)	(0.0)	(0.2)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(0.0)
外需寄与度	(0.7)	(0.1)	(▲0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(0.0)	(0.2)	(▲0.2)
民間最終消費支出	0.6	2.0	2.4	1.0	0.3	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6	1.8	2.4
民間住宅投資	0.7	1.4	0.0	2.2	0.9	▲0.1	▲0.4	0.3	▲0.6	0.0	0.4	0.1	0.1	1.4	0.1
民間企業設備投資	8.5	5.1	4.5	3.1	0.8	1.1	1.0	0.9	0.9	1.2	0.9	1.4	1.3	4.9	4.8
政府最終消費支出	0.9	0.8	0.9	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.9	0.9
公的固定資本形成	▲9.6	▲4.3	▲4.2	3.7	▲0.9	▲1.8	▲2.0	▲0.8	▲1.0	▲1.1	▲1.2	▲0.6	▲1.2	▲4.6	▲4.2
輸出	7.6	4.5	3.4	0.6	1.5	1.2	0.9	0.7	0.8	0.8	1.1	0.7	1.1	4.8	2.9
輸入	3.5	4.9	5.6	▲0.2	1.8	1.7	1.6	1.1	1.2	1.6	1.4	1.6	1.2	4.6	5.6
名目GDP	1.4	2.0	2.2	1.4	0.4	0.4	0.4	0.2	0.5	0.5	0.8	0.5	0.9	1.9	2.1

(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)	4.5	2.6	2.8	2.6	▲0.7	0.7	0.4	0.7	0.6	0.8	0.6	0.8	1.0	2.8
国内企業物価 (前年比)	2.8	▲0.1	0.1	2.6	1.9	1.2	▲0.3	▲0.6	▲0.6	▲0.5	▲0.1	0.3	0.5	▲0.2	▲0.1
消費者物価 (前年比)	0.3	0.2	0.6	0.3	▲0.1	0.0	0.0	0.3	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.2	0.6
消費者物価 (生鮮食品除き)	0.1	0.3	0.6	0.1	▲0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7	0.3	0.6
経常収支 (兆円)	20.8	21.9	19.1	22.8	23.1	23.4	21.2	22.1	20.9	19.7	18.7	19.3	18.7	23.4	20.7
(名目GDP比)	(4.1)	(4.2)	(3.6)	(4.4)	(4.5)	(4.5)	(4.1)	(4.2)	(4.0)	(3.7)	(3.5)	(3.6)	(3.5)	(4.5)	(3.9)
失業率 (%)	4.0	3.9	3.8	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.9	3.8
住宅着工戸数(万戸)	130	128	127	131	130	128	128	128	127	127	127	127	126	128	127
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	0.75	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.75	1.25
10年国債利回り (店頭基準気配)	1.8	2.0	2.5	1.7	1.7	1.8	1.9	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.0	2.5
為替 (円/ドル)	117	114	108	118	119	117	115	115	110	110	110	105	105	115	108
原油価格 (CIF, トル/バレル)	64	61	63	61	59	59	61	61	63	63	63	63	63	61	63
経常利益 (前年比)	10.2	5.8	2.5	8.3	8.1	6.7	5.1	7.9	3.7	1.6	2.3	2.6	3.3	5.5	2.8

(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

(日本経済担当)					
シニアエコノミスト	齋藤 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)