

**ポイント**

- 09年4-6月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2009、2010年度経済見通しの改定を行った(前回予測は6月11日)。その結果、実質GDP成長率は09年度2.2%(前回予測:同2.8%)、10年度+1.2%(同+1.6%)となった。前回予測に比べると、09年度は上方修正、10年度は下方修正である。
- 当面の日本経済については、4-6月期にみられた内外における在庫調整の一巡、景気対策の効果が引き続き支えとなり、持ち直しの動きが継続する可能性が高い。ただし、バブル崩壊後の信用収縮圧力から金融面からの成長サポートが期待しづらいことや大幅な需給ギャップが残存することなどから、内外ともに循環的な持ち直しの動きや景気対策の効果が一巡した後、民間需要へバトンタッチできるかどうかという点について、不透明な面を残している。日本にとっては、輸出の増勢が次第に鈍化していくなか、生産水準は過去に比べて低位に留まるとみられることから、設備・雇用の過剰感がなかなか解消されず、民間需要への回復の波及には相当の時間を要する可能性が高い。このため、循環的な持ち直しの動きや景気対策の効果が一巡する10年後半以降については、成長ペースが鈍化し、一時的には踊り場的な局面を迎えるものとみられる。
- こうした見通しに対しては、各国における大規模な財政・金融政策の出口政策に向けた舵取り、欧米金融機関の不良債権問題、米国家計の消費行動の行方などといった上振れ・下振れリスクが存在する。下振れリスクの存在は引き続き大きい。経済情勢や金融市場が安定化してきていることも事実であり、上振れリスクの可能性についても注意が必要と考えている。

**実質GDP成長率は09年度2.2%、10年度+1.2%と予想**

09年4-6月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2009、2010年度経済見通しの改定を行った(前回予測は6月11日)。その結果、実質GDP成長率は09年度2.2%(前回予測:同2.8%)、10年度+1.2%(同+1.6%)となった。前回予測に比べると、09年度は上方修正、10年度は下方修正である。09年度の上方修正の背景は、主として過去系列の改定に伴い、09年度に対するゲタ(前期比横這いが続いた場合の成長率)が前回予測時点の4.6%から4.2%へ上方修正されたことによるものであり、その他では米国など海外経済見通しの上方修正を反映した。4-6月期の実質GDP成長率は前回予測時点の予想を上回ったものの、景気対策の効果や在庫復元の動きが想定していたよりも前倒しで出てきたものと捉えている。それに伴う修正を行ったことにより、09年度下期や10年度の成長率予想は前回予測に比べて下方修正となったものの、今後の成長経路についての見方は前回予測時点から大きく変更していない。なお、年度の成長率で見れば、09年度にマイナス成長となった後、10年度にプラス成長に回帰する姿となっているが、この点は各年度に対するゲタの影響が大きい点に注意が必要である(09年度に対するゲタは4.2%、10年度は予測に基づく+0.9%)。ゲタの影響を除いた年度内成長率では、09年度+2.0%、10年度は+0.3%となり、実態としてはむしろ09年度に持ち直しの動きを示した後、10年度については、民間需要の回復が遅れるなか、在庫調整一巡後の反動の動きや政策効果が次第に剥落していく

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



ことで、成長ペースが鈍化していくという姿を想定している。

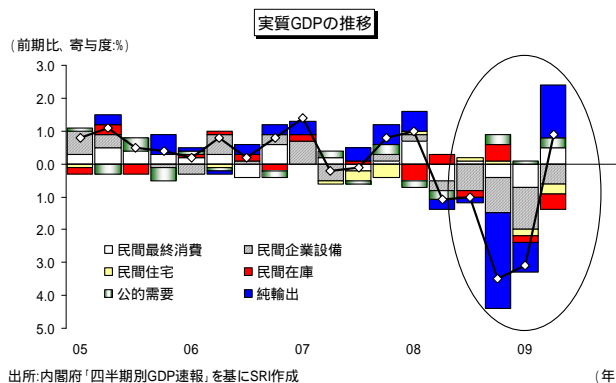
なお、本予測の前提は以下の通り。 予測期間中、為替は1ドル=95円、原油入着価格は1バレル=65ドル、財政政策は、足元までに打ち出された対策からの追加策や消費税率の引き上げは現時点では予測に織り込んでいない、金融政策では、無担保コール0/N物レートの誘導水準は10年度末にかけて0.10%を維持。

今回の見通しにおいては、09年4月に打ち出された「経済危機対策」に至る一連の景気対策を前提条件として考えており、追加対策や8月末の衆議院選挙で民主党への政権交代が実現した場合の政策変更の影響は織り込んでいない。ただ、仮に民主党が政権を獲得した場合でも、新たな経済政策の財源は既存支出の見直しなどによるため、プラスの影響とマイナスの影響が混在すること（例えば、子ども手当の給付と配偶者控除・扶養控除の廃止、公共事業の削減など）、短期的な視点でみれば、財政支出に比べた場合、手当の給付などでは、一部貯蓄にまわる可能性が高く、乗数効果が限られることなどから、政府支出や家計所得・消費支出など需要項目間の変動はあるとしても、マクロ的にみればそれほど大きな変化は生じないのではないかと考えている。

## 内外における在庫調整の一巡や景気対策の効果により、持ち直しの動き

09年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.7%と、5四半期ぶりのプラス成長となった。需要項目ごとの内訳をみると、輸出が持ち直しの動きを示す一方、輸入の減少が続いたことから、GDPに対する純輸出の寄与度は前期比年率+6.5%pと大幅なプラスに転じるとともに、定額給付金の給付やエコカー購入助成、エコポイント制度の導入などの景気対策が支えとなり、個人消費が3四半期ぶりに増加に転じ、昨年度補正予算における公共事業が執行されたことなどから、公共投資も大幅に増加したなど、輸出と景気対策の効果によって支えられた姿が確認される。さらに、輸出については、海外における在庫調整の進展や中国をはじめとする各国の景気対策の効果がわが国輸出の持ち直しにつながっているとみられる。そして、生産面の動きをみると、これまでの大幅な減産によって在庫調整が進捗したことが、輸出の増加とともに生産が大幅な増加に転じた背景といえよう。すなわち、当期の日本経済は内外における在庫調整の進展や景気対策の効果に支えられて、プラス成長に転じたといえる。他方で、減少ペースは緩和されてきたとはいえ、設備投資の調整が続いているほか、雇用者報酬は雇用調整や夏季賞与の削減を反映して大幅な減少となるなど、民需の自律的回復に結びつく手がかりは、現時点では得られていない。

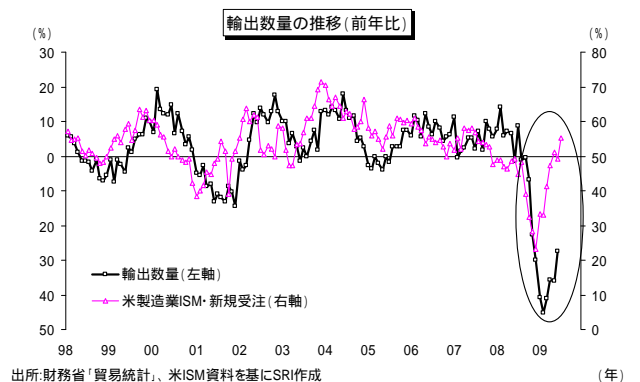
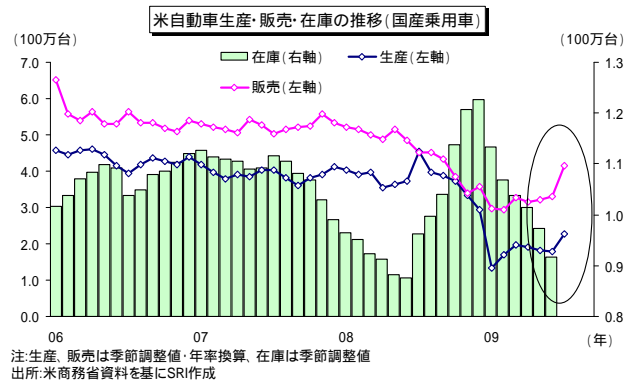
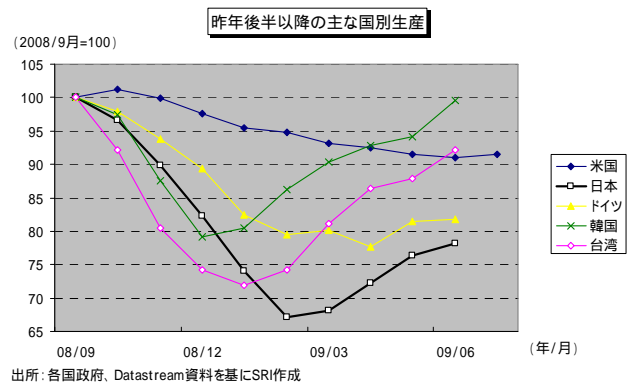
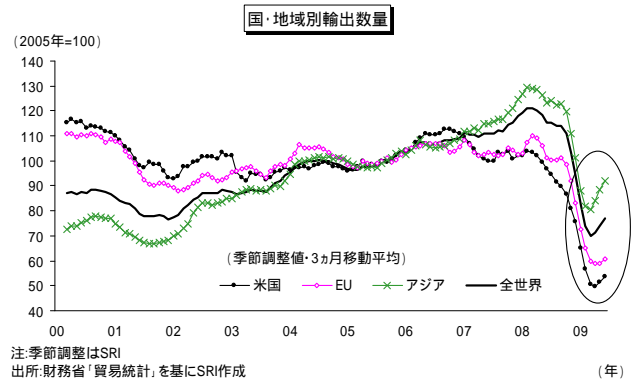
今後の展開について考えると、4-6月期にかけてみられた、在庫調整の一巡による循環的な回復や内外の景気対策によって支えられた持ち直しの動きが当面、継続するとみられる。実際、鉱工業生産は4-6月



期に前期比+8.3%と5四半期ぶりの増加に転じたことに続き、製造工業生産予測調査に基づく7-8月平均の生産水準は4-6月期対比+6.8%と、足元にかけても増産の動きが継続していることが示唆されている。

こうした増産の動きを需要面で牽引する役割を果たすのは引き続き輸出となろう。足元までの輸出の動きを確認すると、全体として1-3月期を底に持ち直しに転じているが、地域別にみるとアジア向けの輸出が相対的に速いテンポで持ち直しており、商品別の内訳としては、半導体等電子部品や化学製品、非鉄金属などといった生産財中心の回復となっている。昨年のリーマン・ショック以降、日本を含むアジアでは、急速な信用収縮やマインドの悪化といった動きを受けて、急速かつ大規模な生産調整を迫られた。その後、こうした減産によって在庫調整が進捗するなか、各国の景気対策の効果によって需要が安定化してきたことで、今度は世界に先駆けて生産が回復に転じている。とりわけ、中国における家電・自動車の購入支援策やインフラ投資などの景気対策が、上記のような日本からの部品や素材の需要増加につながっているといえよう。こうしたなか、欧米向け輸出についても、現地における在庫調整の進展や欧州各国で導入された新車購入支援策の効果もあり、自動車を中心に持ち直してきている。

今後については、先行して回復したアジアに続き、米国経済が持ち直しに転じることで、輸出の増加傾向は維持されるとみられる。雇用情勢の厳しさは残るものの、米国でも在庫調整の進展から増産に転じ始めてきており、目先は7月より米国でも導入された新車購入支援策(Cash for Clunkers)などの景気対策の効果が需要の下支えとなることが期待される。これまでは米国の実質輸入の減少が続いており、中国から米国への輸出も低迷が続いていたが、米国経済持ち直しの動きが、アジアへの間接的な輸出を

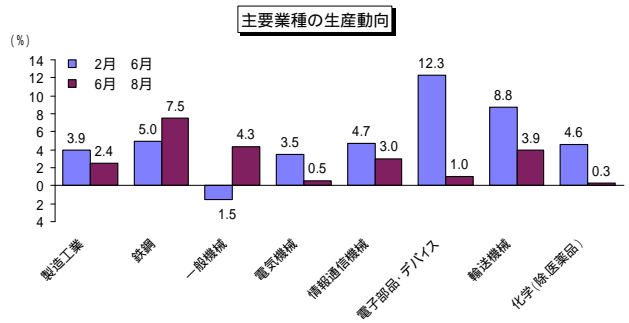


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



めて、貿易面に反映されてくるのはむしろこれからと考えている。

以上のように、当面の動きとしては、循環的な回復や景気対策の効果に支えられて、輸出主導で生産持ち直しの動きが継続するとみられ、とりわけ7-9月期については4-6月期に続き速いペースでの持ち直しを想定している。ただし、大幅な在庫調整が一巡した後の、反動的な増産の動きや財政出動による需要の下支えはあくまで一過性ともいべき動きであり、民間需要の増加につなげることができなければ、増産の動きは持続性に欠けたものとなる。例えば、2月以降の鉱工業生産の動きを業種別にみると、先行して在庫調整が進展し、景気対策効果により需要が支えられた電子部品・デバイス工業、輸送機械工業などから増産に転じ、つれて鉄鋼などに波及、足元では回復が遅れていた一般機械工業でもようやく減産に歯止めが掛かってきているという姿になる。この点では、増産の動きに広がりが出てきたといえるだろう。ただし、予測指数の動きをみると、鉄鋼や一般機械では8月にかけては、これまでよりも増産ペースが加速していくものの、先行して回復した電子部品・デバイス工業などでは増産ペースに鈍化の動きも見受けられる。このように、これまでに見られた在庫調整一巡後の反動的な増産の動きについては、そろそろ一巡感が出てくることで、10-12月期以降は増産ペースが鈍化してくる可能性がある。米国では、景気が最悪期を脱したことで、雇用の減少ペースも和らいできているなどといったように、方向性としては増産の動きや景気対策の効果が民間需要に次第に波及していくことが期待されるものの、こうした在庫調整の一巡や景気対策に支えられた持ち直しの動きが民間需要主導の自律的な回復にバトンタッチできるかどうかという点については、なお不透明な面を残している。

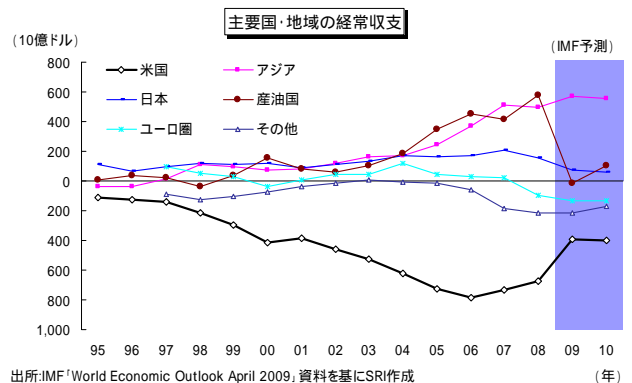


注： 鉱工業生産のボトムである2月から6月まで、および 6月から生産予測で延長した8月までの各業種における月平均の生産増加率  
出所：経済産業省「鉱工業指数」を基にSRI作成

### まだ見えない危機後の世界経済の牽引役

近年の動きからも明らかなように、日本経済の回復の起点となるのは輸出である。輸出の増加につれて、生産活動が活発化し、遅れて設備投資や雇用の増加につながるといった道筋を辿ることになる。このため、足元における持ち直しの動きが持続的かつ自律的な回復につながるかどうかは、輸出の回復が持続するかどうかにかかっているといても過言ではない。

この点において懸念されるのは、海外においても循環的な回復や政策効果が一巡した後における民間需要へのバトンタッチの道筋が不透明な点である。これまでの予測でも述べてきたように、今回の金融危機以前においては、借入の拡大や資産価格の上昇を背景に米国の消費が拡大し、それに対応してアジア

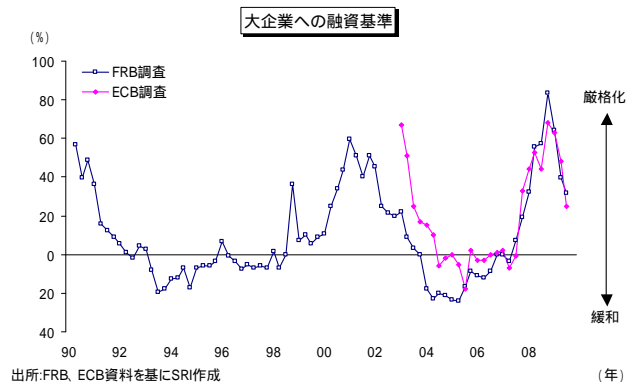
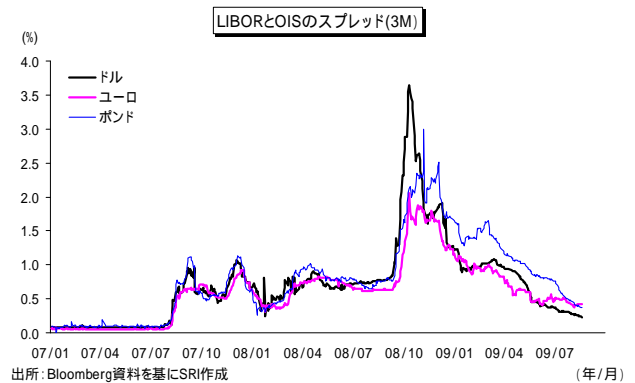
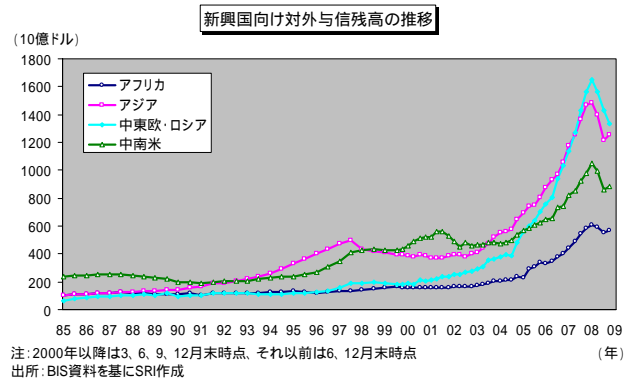


出所：IMF「World Economic Outlook April 2009」資料を基にSRI作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

アなどで輸出の増加やそれに対応して供給能力が拡大するといったメカニズムを軸として、世界経済は04～07年にかけて5%前後の成長が継続し、物価も安定的に推移するという、非常に良好な状況にあった。金融面では、貿易取引によって産油国やアジア諸国など経常黒字国の獲得した資金が債券を中心に米国へ還流し、米国の長期金利が安定する一因となった。金利の低位安定は、より高い利回りを求める動きを強めたことから、住宅や株式など資産価格の上昇が促され、さらに米国経済に好影響を及ぼした。そして、経常赤字を上回る規模で流入した資金は、リスクマネーに転換されて、再度新興国に還流し、新興国の成長を促進した。このように、グローバル化により、貿易・金融面で世界経済の結びつきが強まったことが、金融危機以前の世界経済の高成長をもたらしたといえる。その軸となる役割を果たしていたのが米国であったといえよう。

問題は、今回の危機により、こうしたメカニズムの勢いが低下しているとともに、新たな牽引役が見出せていない点にある。各国政府や中央銀行の積極的な対応により、流動性リスクは和らいできており、社債など市場における資金調達環境も改善してきていることから、一段と信用収縮の度合いが強まっているわけではなく、そういう意味では最悪期は過ぎたといえるかもしれない。しかし、これまでの過度の信用の膨張からのデレバレッジの動きは依然として道半ばであり、金融機関は融資拡大に慎重な姿勢を崩していない。米国における過剰消費や海外からのリスクマネーによる投資の活発化で高成長を達成してきた新興国にとって、危機以前のような信用の拡大が期待しづらい点は、引き続き成長ペースを抑制する要因となろう。また、足元では、実体経済や金融市場の落ち込みが和らぐなか、景気対策の効果や金融面のダメージが相対的に小さかったことなどから、アジアなど新興国の回復が先進国に比べて先行しているものの、リーマン・ショック後の貿易の縮小で、日本を含むアジア経済が急速な悪化に見舞われたのはつい最近のことであり、新興国が完全に先進国の影響から独立できるわけではないということは、既に確認済みといえる。長い目でみれば、アジアなど新興国の中間所得層が拡大することで、内需型成長にシフトし、成長源が多極化していくという姿は考えられるものの、少なくとも予測期間中においては、

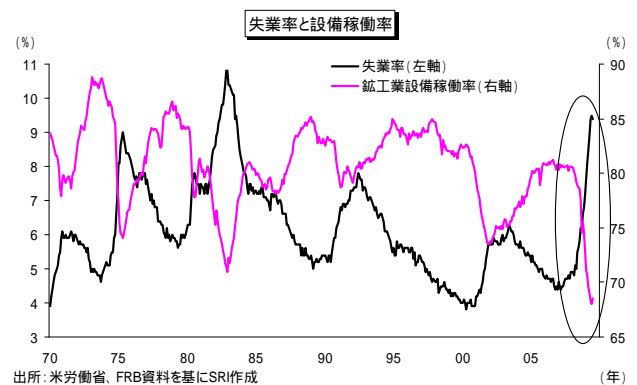
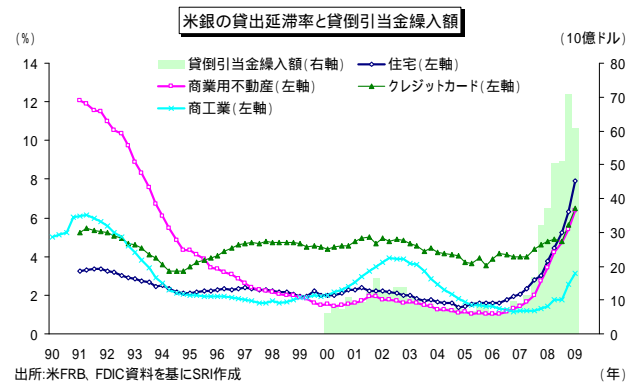


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

現在の経済規模を考えても、米国にかわって新興国が世界経済の回復を牽引するところまでは期待しづらい。先進国のもう一方の柱ともいべき欧州については、米国同様、雇用情勢の悪化や住宅市場の調整が続いていることに加えて、信用収縮圧力も強い状況にある。最近、ECBの大量の流動性供給にもかかわらず、貸出が増えないことが問題視されているが、欧州は米国に比べて間接金融に依存する度合いが強いため、金融機関のデレバレッジの影響が米国よりも強く現れる可能性がある。さらに、関係の深い中東欧での危機により、西欧先進国との間で輸出の悪化と信用の厳格化という負の悪循環が強まる可能性もある。こうした情勢への対応についても、米国と比べて財政出動は小粒であり、金融安定化に向けた加盟国間の協調も進みづらいなど、政策対応が小出しかつ遅れがちである。むしろ中長期的な健全性への意識が強いためか、出口政策については米国より積極的なようにみえるほどである。こうしたことから、欧州の回復は米国よりも遅れる可能性が高い。つまるところ、世界経済の鍵を握る存在は米国経済であるという点に、変わりはないのではないだろうか。

ここで、米国経済についてみると、在庫や住宅市場における調整圧力が緩和されてきているといった循環な動きに加えて、今後は総額7,872億ドルにおよぶ景気対策の効果が徐々に表れてくるとみられ、リセッションからの出口が視野に入ってきている。ただし、官民投資プログラム（PPIP）の規模が当初の計画から大幅に縮小されるなど、金融機関から不良資産を積極的に切り離す動きはみられておらず、失業率の上昇や住宅価格の下落などが続くなかであって、金融機関の不良資産や信用コストはさらに増加している。このため、金融機関は融資に対して慎重な姿勢を崩しておらず、金融面からの成長サポートは期待しづらい状況にある。加えて、かつてのIT産業や住宅ブームおよびそれに付随したローンの拡大や資産価格の上昇を背景とした過剰消費といった成長の牽引役も見当たらず、大規模な需給ギャップが残存するなかにあっては、雇用や設備投資の回復に弾みがつきづらい状況が続くとみられることから、成長ペースは緩やかなものに留まろう。このため、ダブル・ディップに陥るとまでは想定していないものの、循環的な持ち直しの動きや政策効果による下支えが一巡した後の成長ペースは緩やかなものに留まる可能性が高いと想定している（詳細については、8/19公表の米国経済見通しを参照）。

以上のように、鍵を握る米国経済の持ち直しの動きは緩やかなものに留まり、信用供与が抑制された状況が続くと考えられることから、当面予想される循環的な持ち直しや景気対策の効果が一巡した後の成長ペースは過去に比べ緩やかなものに留まると予想している。したがって、わが国輸出についても、当面は



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

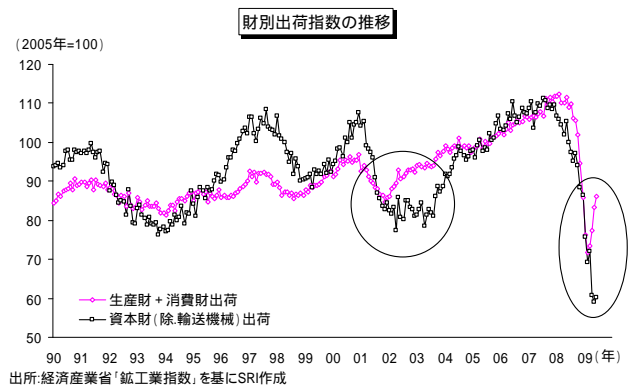
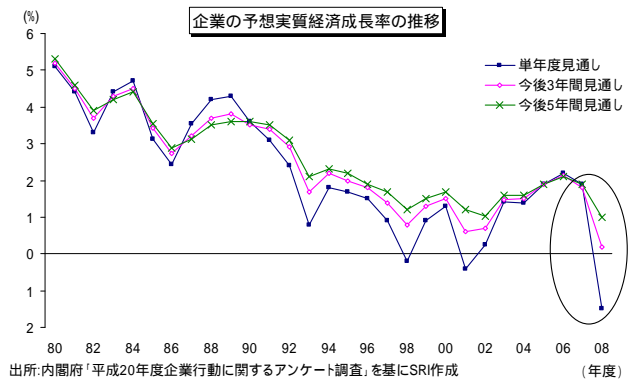
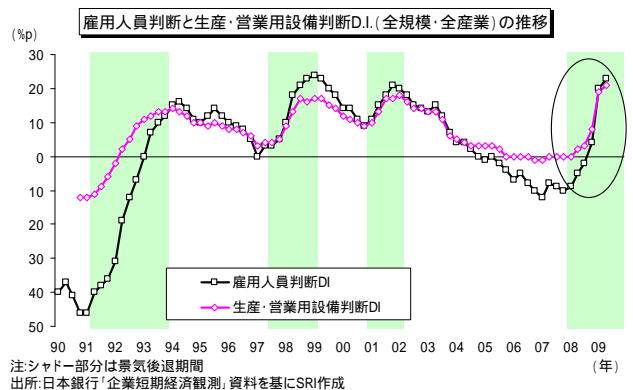


なお高い伸びが続くと予想しているが、来年にかけては次第にその増勢も鈍化していこう。

### 生産水準は低位に留まり、雇用・設備投資の回復には時間

足元、生産は速いピッチで持ち直しているが、6月時点の生産水準はピークである08年2月との対比では73.5%、生産予測に基づき延長した8月の水準でも77.1%に留まる。稼働率の動きをみても、6月時点ではなお6割弱の水準に留まっているとみられ、日銀短観をみても、企業の設備や雇用に対する過剰感が強い状態は解消されていない。もとより、過剰という概念は生産水準などの相対感であるため、生産が早期に持ち直していくのであれば、過剰感も比較的早く解消に向かう可能性がある。しかしながら、上記のように、今後、輸出の回復ペースが緩やかなものに留まるもとは、生産水準が過去のレベルに到達するには時間を要しよう。このため、設備や雇用の過剰感はなかなか解消されず、設備投資や雇用の回復には時間を要する可能性が高いと引き続き判断している。経常赤字国である米国で需要の調整が進む裏側で、経常黒字国である日本では、海外需要の減退に伴い、供給能力の調整を迫られるという展開である。

この点では、企業の期待成長率もポイントとなるが、内閣府の「企業行動に関するアンケート調査」では、企業の期待成長率の低下が確認されたところである。単年度 今後3年間 今後5年間と予想の対象となる期間が長くなるにつれ、期待成長率の低下の程度も緩やかになっていることから、長期的な視点では企業も世界経済の成長基調が維持されるとみているものと推察される。ただ、現時点の稼働率が極めて低い水準にあり、早期の回復も期待しづらいのであれば、やはり能力増強投資を活発化するような可能性は低いとみられる。先行きの期待成長率の低下に伴い、過去の高成長を前提として積み上げられた資本や雇用は、需要水準の低下に対応した調整を迫られる可能性が高まっているということであろう。実際、日本政策投資銀行の設備投資計画調査や経済産業省の企業金融調査では、特に製造業において能力増強投資が大幅に削減され、設備投資の目的に占めるウェイトも大きく低下していることが確



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

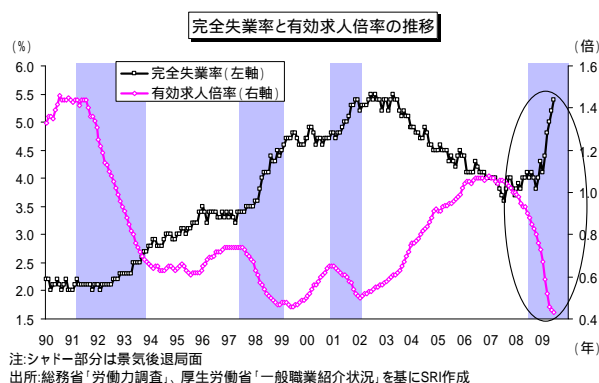
認される結果となっている。

また、設備投資の調整は急速に進められているが、当初は労働時間の削減が優先されたことや雇用調整助成金による支援などもあり、雇用調整のペースは相対的にみれば緩やかである。将来的な生産回復や長期的な人手・人的資本の不足も睨んで、雇用調整までには踏み切らなかったということもあろう。しかし、こうした動きは、裏を返せば、本来であれば必要であった調整が行われていないということでもあり、今年の経済財政白書では「雇用保蔵（実際の常用雇用者数と生産に見合った最適な雇用者数の差）」が1-3月期時点で607万人に達するとの推計結果が示されている（生産性の想定によって推計結果は異なる）。

このため、生産が回復に向かったとしても、雇用の回復までにはさらなる時間を要する可能性が高いのではないかと考えている。また、企業は収益悪化に伴い、固定費削減姿勢を強めていることから、賃金面も含めて雇用・所得環境は厳しい状況が続く可能性が高い。このため、4-6月期は政策による下支えにより持ち直しの動きをみせた個人消費はこうした需要の一巡とともに、再び低調な推移が続くとみられる。

以上のように、稼働率は極めて低い水準にあり、今後も、海外経済の成長ペースが緩やかなものに留まるもとで、早期に金融危機以前の生産水準を回復することは難しいと考えられることから、設備・雇用の過剰感はなかなか解消されず、設備投資や雇用の回復には時間を要する可能性が高いとみられる。加えて、当方が想定している以上に世界経済の回復が遅れ、企業の期待成長率が一段と低下するような事態に陥った場合には、雇用・設備投資の調整圧力が一段と強まってしまうリスクや雇用不安の高まりに伴い、個人消費が想定よりも下振れる可能性には引き続き注意が必要と考えている。

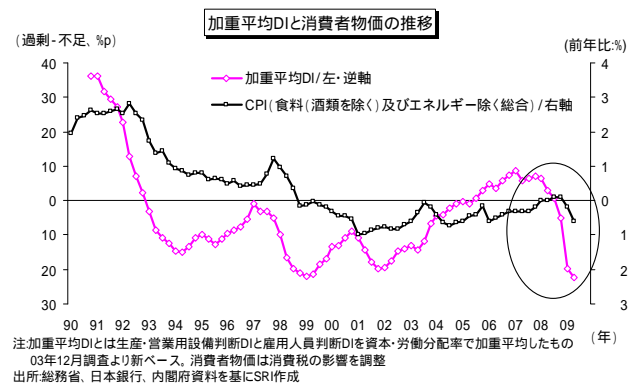
以上みてきた点をまとめると、今後の日本経済については、内外における循環的な回復や景気対策の効果が引き続き支えとなるなか、当面は持ち直しの動きが継続。特に、目先は潜在成長率（1%台前半程度）を上回る高めの成長での持ち直しとなる、ただし、輸出の鍵を握る米国経済は、持ち直しの動きに転じるものの、バブル崩壊の後遺症が重石となり、回復の動きは緩やかなペースに留まる、足元の輸出を牽引している中国などアジア向け輸出にしても、最終需要地である米国経済の回復が緩やかなものに留まるのであれば、米国にかわって持続的に成長を牽引する役割までは期待しづらいため、循環的回復や景気対策の効果が一巡するにつれ、輸出の回復ペースも次第に鈍化していく、この間、今回のショックにより設備稼働率が大幅に落ち込むなど、雇用・設備の過剰感は強まっており、牽引役である輸出の回復ペースが緩やかなものに留まるもとで、雇用や設備投資の回復は抑制されたものになる可能性が高いことから、民間需要が自律的に回復していく姿は引き続き想定しづらい、このため、循環的な回復や景気対策の効果が一巡する10年後半にかけて、持ち直しの動きは鈍化していき、一時的には踊り場的な状況を迎える と想定している。基本的に、日本経済が外需依存の体質から早期に脱却することは困難であり、今回の危機





を経ても、輸出しないし大企業・製造業に牽引される構図に変化はないと考えている。それゆえに、海外経済や製造業の在庫循環の状況が引き続き日本経済の動向を主に左右していくことになる。こうしたなか、日本企業は新たな収益構造を構築するため、コスト削減に取り組んだ結果、利益率が改善の方向に向かっている点や産業・企業再編に取り組む動きがみられることなどは、先行きを考える上で明るい材料である。

なお、この間の物価の動きについては、7-9 月期は昨年の商品市況高騰による影響の裏が出る形で、コア CPI (消費者物価指数・生鮮食品を除く総合) は前年比 2% 台へ下落幅が一段と拡大する可能性が高い。その後、こうした商品市況の影響が一巡してくるにつれて、コア CPI の下落幅も縮小の方向に向かうとみられるが、景気は当面持ち直しの動きとなる可能性が高いものの、大幅な需給ギャップが残存する可能性が高いこと、とりわけ、小売分野では競争の激化に加え、厳しい所得環境から消費者の低価格志向が強まることにより、下落圧力が強まる可能性があること、労働需給の緩和や企業の固定費削減姿勢の強まりから、賃金の下落が続くとみられ、こうした動きがコスト面や消費の低迷を通じて、物価下落圧力となるとみられることなどから、予測期間を通じて消費者物価はマイナスの動きが続くとみられる。



こうした景気回復の足取りが重く、物価の下落基調が続くとの見通しのもと、本予測では、日本銀行は予測期間中、政策金利である無担保コールレート（オーバーナイト物）の誘導水準を 0.1% に据え置くと想定している。現時点では、日銀も先行きの景気の回復力や持続性について慎重姿勢を維持しているが、次回 10 月の展望レポートでは、11 年度の見通しが新たに追加されるため、これまでの予測よりも先の期間においても、経済・物価情勢に対する認識が大きく変わらないものかどうか、確認しておきたいところである。また、7 月の会合において 12 月末まで期限が延長された企業金融支援特別オペや社債・CP 買入れなどの「異例の措置」については、全体として企業の資金調達環境に改善の動きがみられるとともに、高格付けの CP 発行金利が短期国債の金利を下回るなどといった市場機能の低下という副作用を考慮する必要がある一方で、低格付け企業や中小企業などの資金繰りは依然として厳しい状況にあることから、将来的に金融情勢が改善した場合には解除する必要があるものの、必要であれば再延長もあり得るなど、副作用のみを重視して拙速に動くわけではなく、あくまで情勢に即して全体的な判断を行っていくという姿勢を示している。基本的に経済や金融市場の情勢次第というスタンスであり、現状の金融市場の改善傾向が継続し、オペに対する市場の需要が落ちていくのに応じて、これらの措置については順次解除のタイミングを探っていくことになる。

## 上振れ、下振れ要因に引き続き留意

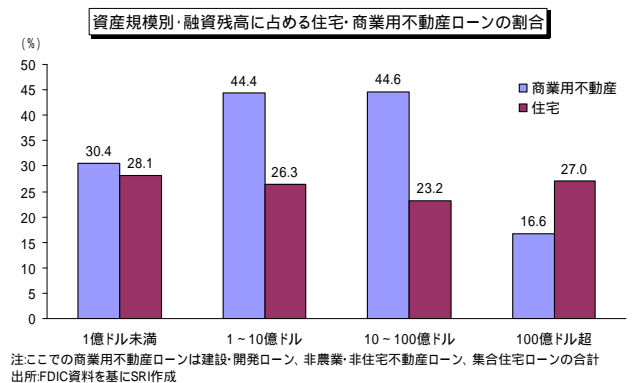
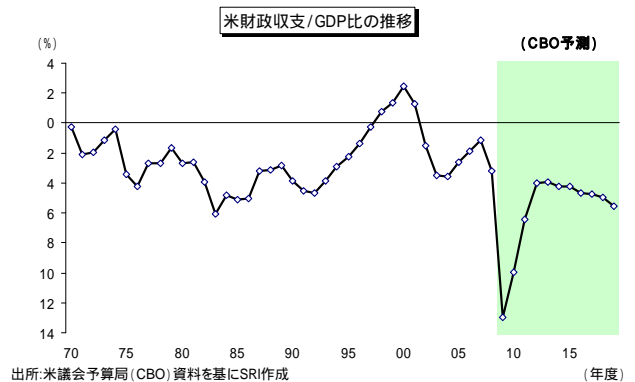
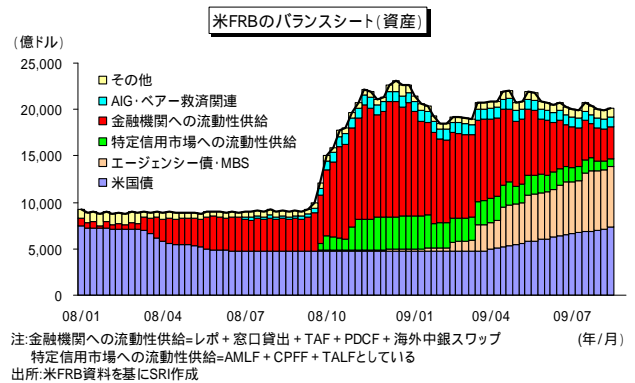
10 年度にかけての日本経済については、基本的には上記のような姿を想定している。ただし、これまで

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

に打ち出されてきた財政・金融面における出口政策の行方や欧米金融機関を巡る動向など、今後の見通しにはなお不確実な部分も多いため、上記見通しから上振れ・下振れする可能性にも引き続き注意が必要と考えている。

昨年後半以降の経緯からも明らかなように、日本経済を左右する大きな要因は海外経済・金融市場の動向である。足元では、日本を含む各国において大規模な景気刺激策や金融安定化策が展開されたことで、金融市場は落ち着きを取り戻してきており、銀行間市場におけるリスクプレミアムや社債のクレジット・スプレッドなどの縮小、株価の上昇などがもたらされているほか、社債やCPなど企業の資金調達環境も改善の動きがみられている。こうした金融市場や経済状況の改善を受けて、徐々に出口政策を模索する動きが出始めてきている。ただし、出口政策が適切に行われない場合、経済に対して上下に影響を及ぼす可能性がある。例えば、財政・金融面の健全性を意識して、拙速に出口政策に動き出せば、せっかく持ち直してきた経済状況にとってマイナスとなろう。逆に出口政策が遅れば、財政の健全性に対する信認の低下や資産インフレをもたらすリスクも否定はできない。こうした、これまでの政策からの出口を巡る舵取りの動きには今後とも注目しておきたい。

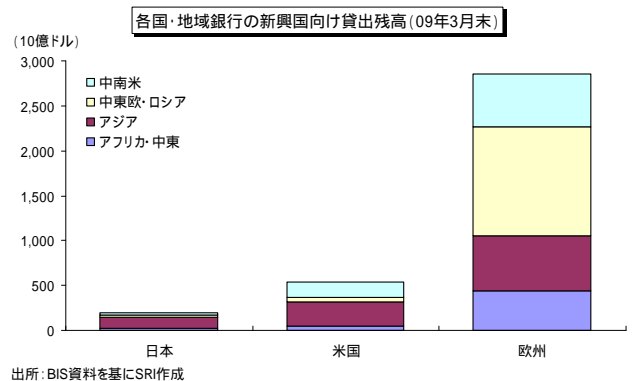
また、米国では、ストレス・テストの結果発表やその後の資本増強の動きを受けて、大手金融機関に対する信用リスクが和らいできており、直近4-6月期の決算では金融市場の機能回復もあって、予想を上回る収益の改善もみられた。しかしながら、不良資産分離の動きは進んでおらず、失業率の上昇や住宅価格の下落が続くなか、金融機関の不良債権や信用コストは引き続き増加するなど、損失の火種を抱えたままの状況に変化はみられない。このため、融資基準厳格化の動きが解消しづらく、最悪期は脱したものの、金融と実体経済の悪循環が断ち切れたとまではいえ、米国経済回復の動きが金融面から想定しているよりも抑制されるリスクは残されている。とりわけ、商用不動産問題を契機に、これまでの支援の中心であった大手金融機関から、中堅・中小機関に問題の中心が移っていく可能性もあるため、こうした動きには注意が必要であろう。



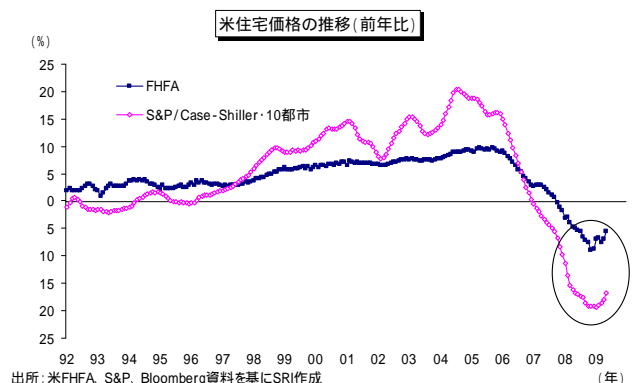
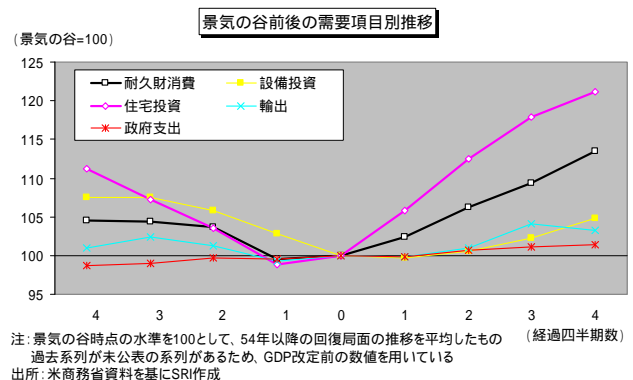
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



また、金融に関する動きとしては、欧州系金融機関を巡る動向にも注意が必要と考えている。既に関係の深い中東欧との悪循環が懸念されているところではあるが、新興国向けのエクスポージャーが大きい欧州系金融機関におけるデレバレッジの影響がアジアなど他の新興国にも及んでしまう場合には、新興国の成長を抑制するとともに、新興国向けの輸出減少や新興国向け債権の不良化によって、先進国にフィードバックされ、それによって新興国経済にもさらなる影響が及ぶという悪循環に陥る可能性もある。この点、IMFの機能強化により、流動性危機に対する不安は和らいできている点は安心材料だが、新興国経済については、貿易面の影響とともに、こうした信用収縮の影響が経済に下振れ圧力をもたらす可能性に注意が必要であろう。

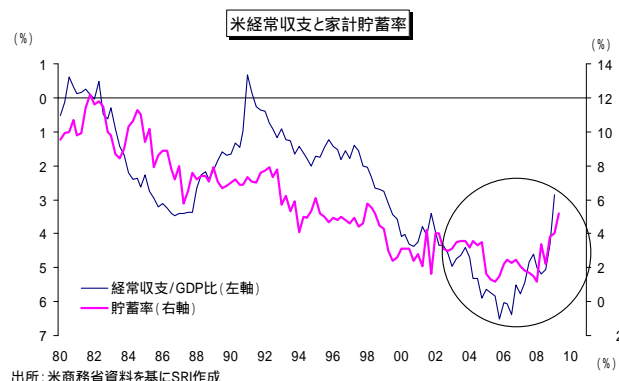


他方で、米国は人口や世帯数の増加が続くとともに、移民など発展段階の異なる層を抱えているため、住宅や自動車に対する実需は根強く存在するのではないかと考えている。米国における過去の平均的な景気回復当初の足取りを確認すると、景気後退に対応した金融緩和により、耐久財消費や住宅投資に対する需要が喚起されるという姿となる。足元では、過去に比べて低位水準に留まる住宅ローン金利、価格下落による値ごろ感の高まり、新規住宅購入者に対する減税(12/1までの時限措置)など、住宅購入にあたっての条件が改善しているため、住宅販売などにはようやく底打ちの動きがみられはじめてきている。ただし、現在の住宅ローン市場はフレディマック、ファニーメイといったGSEやそのファイナンスを担うFRBなど公的機関の存在感が大きくなる一方、銀行の融資厳格化や証券化市場の機能不全に伴う信用収縮によって、ローンの利用可能性が低下していることが金融緩和効果を阻害している面もある。このため、資金調達環境に改善の動きがみられるのであれば、想定しているよりも早いペースで回復に向かう上振れのリスクもあると考えている。米国消費者の足元における消費抑制姿勢の強まりが、ローンの利用可能性や資産価格下落による一時的な手控えによるものなのか、本格的に貯蓄を積み増す動きに転じているのか定かではないため、判断が難しい面があるが、この点については、金融機関サイドの動きとともに、米国家計の期待成長率に変化が生じているのかどうかポイントになると考えているため、消



本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもつき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

費マインドや貯蓄率の動き、とりわけ住宅価格の下落や失業率の上昇に歯止めが掛かった場合に、家計のマインドや金融機関の行動に変化が生じるかどうかという点を注目しておきたい。仮に、消費抑制姿勢の強まりが将来の所得見通しに変化が生じたことによる基調的な動きであるならば、米国の過剰消費の解消には相当の時間を要する可能性が高く、日本やアジアなど輸出国の成長も抑制されてしまう可能性が考えられる。



以上のように、各国における出口政策を巡る動きや欧米金融機関の不良債権問題、米国家計の消費行動の行方など、見通しに対するリスクはなお多く存在している状況にある。下振れリスクの存在は引き続き大きい。経済情勢や金融市場が安定化してきていることも事実であり、上振れリスクの可能性についても注意が必要と考えている。また、具体的な影響を考慮しているわけではないが、新型インフルエンザの今後の流行の状況によっては、経済活動が停滞する可能性も引き続き否定はできない。



日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2008年度				2009年度				2010年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (実)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)			
名目GDP	1.4	2.2	1.3	2.6	0.2	0.1	0.8	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	3.5	2.9	0.2
実質GDP	1.1	1.0	3.5	3.1	0.9	0.9	0.7	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	3.2	2.2	1.2
(前期比年率)	4.3	3.9	13.1	11.7	3.7	3.5	2.9	1.8	0.9	0.6	0.4	0.3			
*国内需要	0.8	0.8	0.6	2.2	0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.0	2.7	0.4
*民間需要	0.5	0.8	0.9	2.3	1.0	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	1.9	3.9	0.4
民間最終消費支出	1.0	0.1	0.7	1.2	0.8	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4
民間住宅	0.0	3.5	2.6	5.7	9.5	6.0	1.0	1.5	2.0	1.5	0.8	0.4	3.1	16.0	2.6
民間企業設備	1.7	4.9	7.1	8.5	4.3	2.3	0.6	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5	9.6	16.3	1.1
*民間在庫品増加	0.3	0.2	0.5	0.2	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0
*公的需要	0.3	0.0	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	1.2	0.0
政府最終消費支出	0.7	0.2	1.3	0.1	0.3	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	1.4	1.8
公的固定資本形成	5.1	1.7	2.2	2.6	8.1	7.5	7.0	1.0	4.5	4.0	3.5	2.5	4.4	23.0	7.0
*公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*財貨・サービスの純輸出	0.3	0.2	2.9	0.9	1.6	1.0	0.6	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	1.2	0.5	0.8
財貨・サービスの輸出	4.1	0.8	13.6	22.5	6.3	8.0	5.5	2.5	1.4	0.8	0.4	0.2	10.2	11.9	8.9
財貨・サービスの輸入	3.1	0.2	2.5	14.9	5.1	0.5	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4	3.7	14.2	3.1
GDPデフレーター	1.5	1.5	0.7	0.9	0.5	0.6	1.3	2.2	1.5	1.0	0.8	0.7	0.3	0.7	1.0

注:\*の項目は寄与度、GDPデフレーターは前年同期比  
出所:内閣府「四半期別GDP速報」を基にSRI作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2008年度				2009年度				2010年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (実)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)			
鉱工業生産	0.8	1.4	14.5	34.6	27.8	20.6	8.4	24.9	15.6	7.0	5.8	2.8	12.7	10.7	7.3
国内企業物価	4.9	7.3	2.6	1.8	5.4	7.3	3.3	0.2	1.7	1.0	0.6	0.4	3.2	4.0	0.9
消費者物価(生鮮食品除く)	1.5	2.3	1.0	0.1	1.0	2.2	1.5	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6	1.2	1.5	0.9
完全失業率(%)	4.0	4.0	4.0	4.5	5.2	5.7	6.0	6.0	6.0	5.9	5.8	5.8	4.1	5.7	5.9
名目雇用人報酬	0.6	0.0	0.7	2.2	4.7	4.2	4.1	3.1	1.1	0.8	0.6	0.4	0.5	4.1	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	112.0	110.2	101.0	90.4	76.2	78.5	82.0	84.0	85.0	85.5	86.0	87.0	103.9	80.0	85.8
経常収支(兆円)	3.8	4.2	1.8	2.5	3.1	4.7	4.6	5.7	4.3	5.3	4.6	5.5	12.3	18.1	19.7
政策金利(無担保コール/O/N物)	0.50	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10			
長期金利	1.61	1.51	1.43	1.28	1.45	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40			

注:長期金利は新発10年国債利回り、実績値は期中平均、予測はレンジの中央値  
出所:各種統計を基にSRI作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものに基づき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、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費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごと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や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>