



日本経済見通し(2次QE後改定)

ポイント

- 4-6月期の実質 GDP (2次速報値) は前期比 +0.6% (同年率 +2.3%) となり、1次速報値の前期比 +0.9% (同年率 +3.7%) から下方修正となった。需要項目別に主な変化を見ると、法人企業統計季報などの結果を受けて、民間在庫品増加(寄与度)が1次速報値時点の前期比 0.5%p 同 0.8%p に下方修正されたことが、GDP の最大の下方修正要因となっている。ただし、この点は在庫調整が進捗していることを確認するものであり、先行きを考える上では必ずしもネガティブな結果とは捉えていない。その他、主なところでは、民間企業設備が1次速報値時点の前期比 4.3% 同 4.8% に、公的資本形成が同 +8.1% +7.5%へ、それぞれ下方修正となっている。また、4-6月期の名目成長率は1次速報値の前期比 0.2% (同年率 0.7%) から同 0.5% (同年率 2.1%) へ下方修正、GDP デフレーターは1次速報値から変わらず、前年比 +0.5% となった。
- SRI (新光総合研究所) では、今回の GDP 改定やこれまでに発表された経済指標、ならびに先般の衆議院選挙において民主党が勝利したことなどをを受けて、8月に公表した日本経済見通しの改定を行った。その結果、09年度の実質 GDP 成長率は 2.7% (8月時点: 2.2%)、10年度は同 +1.5% (同 +1.2%) と、09年度について下方修正、10年度については上方修正となった。主な修正点は、今回の改定の結果、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1次速報値時点の 4.2% 4.4% へ下方修正されたこと、上記のように、今回の改定により、1次速報値時点で確認されていたよりも在庫調整が進捗していたことが確認されたことから、先行きの在庫調整の動きを緩和させたこと(今後の成長率に対しては、上方修正要因であるが、4-6月期の下方修正のため、09年度通年の成長率に対しては下方修正となっている)、マニフェストで示された方針などを参考に、民主党への政権交代の影響を暫定的に織り込んだこと などによる。
- このうち、民主党への政権交代の影響については、麻生政権における補正予算の執行停止により、公共事業削減などマイナスの影響が先行するため、09年度下期の成長率は前回予測よりも下方修正とした。半面、子ども手当の支給などにより、10年度の個人消費を上方修正している(なお、配偶者控除、扶養控除の廃止などは参院選終了後の11年度に先送りされると想定した)。こうした点を加味して、政権交代による影響は名目 GDP 比で09年度 0.2%、10年度 +0.3% と想定した。また、ガソリン税の暫定税率廃止により、10年度の消費者物価は 0.5%p 程度下方修正している。ただ、補正予算の執行停止に対して地方などから批判の声も上がってきており、こうした方針の実現可能性次第で、今回の予測上の前提が異なってくる可能性がある点には留意が必要である。このため、政権発足後の補正予算の編成動向など、実際の政権運営が明らかになってくるにつれ、今後、予測上の前提を改めて見直していくこともあり得ると考えている。
- 上記のように、政権交代などの影響を踏まえ、成長率見通しについての修正を行ったものの、10年

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。



度にかけての日本経済、とりわけ輸出や民間需要に対する見方については、概ね前回予測におけるシナリオを維持している。すなわち、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する、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、デレバレッジの動きなど、クレジット・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、米国に代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、今回のリーマン・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、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(シナリオの詳細につきましては、8/21公表の「日本経済見通し ~ 長い道のりとなる自律的回復への道筋」をご参照下さい)。

- 上記のようなシナリオに対する上振れ・下振れ要因としては、今後の新政権の政権運営に伴い、見通しの前提が変更になる可能性があるほかでは、主に海外経済・金融市場の動向、とりわけ鍵を握る米国経済の行方を注視している。当面の動きとしては、米国において、製造業の増産、住宅着工の増加、景気対策の効果などにより、想定よりも雇用環境の改善が進む可能性、他方、足元の住宅市場の改善は11月末を期限とする減税やGSEにおけるローン保証の拡大、FRBによるエージェンシー債・MBSの買入れなどといった政策効果により支えられている部分も大きいため、こうした政策が一巡した後、住宅市場の改善が足踏みする可能性などの動きが出てくるかどうかを注視していきたい。また、米国経済のエンジンともいべき個人消費については、雇用の悪化や資産の減価に歯止めが掛かってくるにつれ、耐久消費財や住宅に対するペントアップ・デマンドが表面化することで上振れする可能性、他方、今回の消費抑制の動きが所得見通しの悪化などに伴う構造的なものであり、過剰な債務を抱えていることもあって、消費の低迷が長期化する可能性といった、双方向のリスクに注意が必要と考えている。この点、今後の雇用、消費マインド、消費支出の動きなどを注視していきたい。この他では、米国での商業用不動産問題の高まりに伴い、地銀など中小金融機関の破綻が実体経済に及ぼす可能性、出口政策の遅れが財政の健全性に対する懸念や資産インフレのリスクを高める可能性などに注視しておきたいと考えている。また、具体的な影響は予測困難ではあるが、新型インフルエンザの流行次第で経済活動に影響が生じる可能性にも注意が必要であろう。
- なお、本予測に関する前提は以下の通り。 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、財政政策については、上記の通り、今回は民主党への政権交代の影響を暫定的に織り

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。



込んでいる、金融政策では、無担保コールO/N物レートの誘導水準は10年度末にかけて0.10%を維持。

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	1.1	2.6	1.2	2.7	0.5	0.1	0.9	0.2	0.1	0.4	0.9	0.1	3.5	3.5	0.2
実質GDP	0.7	1.3	3.4	3.3	0.6	1.0	0.6	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2	3.2	2.7	1.5
(前期比年率)	2.8	5.1	12.8	12.4	2.3	4.0	2.3	1.1	1.5	1.4	0.9	0.8			
*国内需要	0.4	1.1	0.5	2.4	1.1	0.1	0.0	0.1	0.3	0.3	0.2	0.2	2.0	3.1	0.8
*民間需要	0.1	1.1	0.8	2.5	1.3	0.4	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.2	1.9	4.0	1.0
民間最終消費支出	0.9	0.1	0.7	1.2	0.7	0.2	0.3	0.2	0.2	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.9
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	1.5	4.9	7.1	8.5	4.8	2.0	0.6	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5	9.6	16.6	1.2
*民間在庫品増加	0.6	0.5	0.6	0.3	0.8	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.3
*公的需要	0.3	0.0	0.3	0.1	0.3	0.4	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.9	0.2
政府最終消費支出	0.7	0.2	1.3	0.1	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9	1.2
公的固定資本形成	4.9	1.6	2.1	2.5	7.5	7.0	1.5	4.5	4.0	3.5	2.5	1.5	4.4	16.8	9.7
*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	0.9	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	1.2	0.4	0.7
財貨・サービスの輸出	4.1	0.7	13.6	22.5	6.4	8.5	6.0	2.5	1.4	0.8	0.4	0.2	10.2	11.2	9.2
財貨・サービスの輸入	3.1	0.2	2.5	14.9	5.1	1.5	1.8	1.8	0.9	0.7	0.6	0.4	3.7	13.0	4.5
GDPデフレーター	1.5	1.5	0.7	0.9	0.5	0.5	1.3	2.2	1.7	1.3	1.0	0.9	0.3	0.8	1.2

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	19.9	6.0	28.3	18.9	9.1	5.8	2.8	12.7	9.3	8.5
国内企業物価	4.9	7.3	2.6	1.8	5.4	8.3	4.2	0.8	0.7	0.8	0.7	0.5	3.2	4.8	0.7
消費者物価(生鮮食品除く)	1.5	2.3	1.0	0.1	1.0	2.3	1.5	1.2	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.5	1.5
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
名目雇者報酬	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。

**【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/>