

日本経済見通し（2次QE後改定）

ポイント

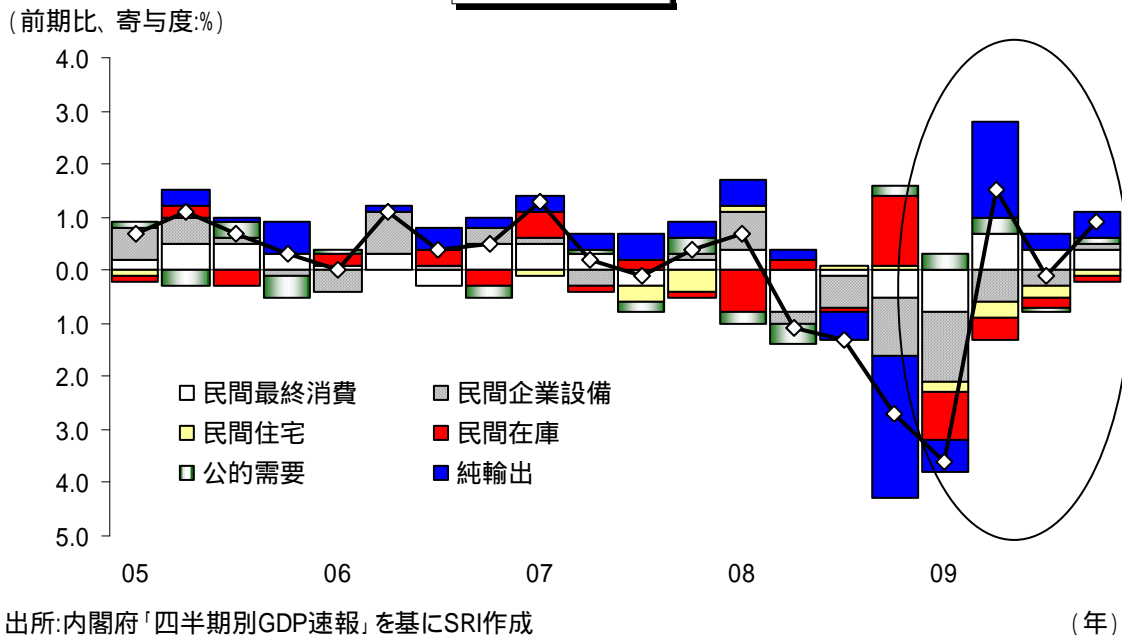
- ▶ 09年10-12月期の実質GDP（2次速報値）は前期比+0.9%（同年率+3.8%）となり、1次速報値の前期比+1.1%（同年率+4.6%）から下方修正となった。需要項目別に主な変化を見ると、法人企業統計季報の結果を受けて、民間在庫品増加の寄与度が1次速報値時点の前期比+0.1%p 0.1%pへ下方修正となっており、これによりGDPの下方修正はほぼ説明される。その他の需要項目については、同じく法人企業統計季報などの結果を受けて、民間企業設備が1次速報値時点の前期比+1.0%同+0.9%に、公的需要が同+0.4%同+0.3%に下方修正となったが、改定幅は小幅なものに留まっている。今回の結果は、海外経済の持ち直しの動きに伴い、輸出が高めの伸びを続けている、耐久財消費が堅調さを維持するなど、前政権の景気対策による需要下支えの動きが継続している、設備投資の調整が進展し、国内需要の悪化に歯止めが掛かってきている などといった、1次速報値時点の現状認識に変更を迫るような結果ではなかったといえよう。なお、09年10-12月期の名目GDPは1次速報値の前期比+0.2%（同年率+0.9%）から同+0.1%（同年率+0.5%）へ下方修正、GDPデフレーターは1次速報値の前年比 3.0%から同 2.8%へ上方修正となっている。また、過去の系列における季節調整のかけ直しに伴い、09年7-9月期の実質GDPは1次速報値時点の前期比横這い同 0.1%（同年率 0.6%）と、マイナス成長に改定されている。
- ▶ SRI（新光総合研究所）では、今回のGDP改定や前回予測時点からこれまでに発表された経済指標などを受けて、2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 2.2%（2月時点： 2.1%）、10年度は同+2.0%（同+1.9%）、11年度は同+2.0%（同+2.0%）と、09年度については前回予測から若干の下方修正、10年度は若干の上方修正、11年度については据え置きとなった。主な修正点は、今回の改定の結果による技術的な要因 09年10-12月期の下方修正に加えて、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 4.0% 4.2%へ下方修正となった が下方修正要因となる一方、今回の改定やこれまで公表された経済指標の結果を考慮して、個人消費や住宅投資、在庫投資を中心に1-3月期の成長率予測を上方修正した などである。10年度の上方修正は、主として1-3月期の上方修正に伴うゲタの上方修正という技術的な要因によるものである。
- ▶ 上記のように、GDP統計の改定や最近の動きなどを踏まえ、成長率見通しについての修正を行ったものの、11年度にかけての日本経済に対する見方については、前回予測におけるシナリオを維持している。すなわち、循環的な回復モメンタムの一服や政策支援による耐久財への需要喚起が次第に薄れていくことなどから、09年10-12月期までに比べれば、回復のテンポは緩やかなものになっていくものの、海外経済の回復の動きが継続するなか、輸出の増加基調が維持されるとともに、輸出・生産の増加や企業収益改善の動きが次第に設備投資や雇用の回復に波及していくことから、予測期間を通じて、日本経済は持ち直しの動きが継続する可能性が高い、ただし、賃金の伸び悩みが



続くとみられるため、家計部門への回復の波及はなかなか進展せず、予測期間においてはデフレの動きも継続する などから、全体としては輸出主導で持ち直しの動きが継続するものの、内需低迷やデフレが重石となり、外需と内需、大企業と中小企業、企業部門と家計部門では回復の動きに濃淡が表れやすいという姿を想定している（シナリオの詳細につきましては、2/19 公表の「日本経済見通し ~ 輸出主導の回復続くも、内需低迷・デフレが重石となる日本経済」をご参照下さい）。

- 11 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、これまでに打ち出されてきた財政・金融政策の効果や副作用ならびに出口政策の行方など、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。主な点としては、 米国経済の動向 雇用や設備投資が想定以上に順調に回復に向かう上振れの可能性の一方、何らかのきっかけで景気が悪化した場合には、不良債権問題が再燃するリスク、 中国における過熱抑制策の行方、 欧州のソブリンリスクがギリシャからポルトガル、スペインなど他国へと本格的に連鎖するリスク、 出口政策の進展に伴う、投資家のリスク許容度の変化やマネーフローの変調、 各国雇用情勢の改善が遅れるなか、選挙を控える国々で、ポピュリズム的な姿勢が強まり、貿易摩擦や保護主義的な動きを招来したり、過度に経済活動を抑制するような規制強化策が打ち出されたりする可能性、 円高の進展や政策による国内生産コストの増大を嫌って、需要が見込める海外での投資に注力する結果、輸出の増加が設備投資や雇用などへ想定ほど波及しないリスク など注意が必要と考えている。とりわけ、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ため、こうした動きや各国政策当局の舵取りに注意を払いつつ、引き続きフォローしていきたい。
- 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 = 90 円、 原油入着価格は 1 バレル = 75 ドル、 財政政策は、10 年度については、09 年度 2 次補正ならびに 10 年度予算・税制改正の影響を織り込み、追加の対策は現時点では具体的に想定していない。11 年度はマニフェストに沿って、子ども手当の全額支給などを想定、 金融政策では、無担保コール O/N 物レートの誘導水準は 11 年度末にかけて 0.10% を維持。利上げも、何らかの追加的な緩和措置を講じることも具体的には想定していないが、円高など追加的なデフレ圧力が強まる場合には、新型オペの拡充（規模拡大やオペ期間の延長）などで対応するとみられる。

実質GDPの推移



実質GDPの推移

	2008年度		2009年度		参考 1次QE	
	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月		10-12月
名目GDP	1.3	3.7	0.1	0.6	0.1	0.2
実質GDP	2.7	3.6	1.5	0.1	0.9	1.1
(前期比年率)	10.3	13.7	6.0	0.6	3.8	4.6
*国内需要	0.0	3.0	0.3	0.5	0.4	0.6
*民間需要	0.2	3.3	0.6	0.4	0.3	0.5
民間最終消費支出	0.8	1.3	1.1	0.6	0.7	0.7
民間住宅	2.4	6.6	9.4	7.8	3.3	3.4
民間企業設備	7.3	8.7	4.2	2.6	0.9	1.0
*民間在庫品増加	1.3	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1
*公的需要	0.2	0.3	0.3	0.1	0.1	0.1
政府最終消費支出	1.2	0.8	0.3	0.1	0.6	0.8
公的固定資本形成	0.1	3.6	6.6	1.5	1.3	1.6
*公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*財貨・サービスの純輸出	2.7	0.6	1.8	0.3	0.5	0.5
財貨・サービスの輸出	14.5	23.8	9.2	8.4	5.0	5.0
財貨・サービスの輸入	0.1	17.6	3.9	5.4	1.3	1.3
GDPデフレーター	0.4	0.3	0.6	0.6	2.8	3.0

*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

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。



日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2009年度				2010年度				2011年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	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	0.1	0.6	0.1	0.7	0.7	0.1	0.2	0.5	0.4	0.2	0.7	0.7	4.2	4.1	0.1	0.8
実質GDP	1.5	0.1	0.9	0.8	0.4	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	3.7	2.2	2.0	2.0
(前期比年率)	6.0	0.6	3.8	3.3	1.5	1.8	1.3	1.8	2.0	2.3	2.4	2.7				
*国内需要	0.3	0.5	0.4	0.6	0.2	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	0.5	2.5	2.6	1.2	1.3
*民間需要	0.6	0.4	0.3	0.7	0.4	0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.5	2.3	3.2	1.5	1.4
民間最終消費支出	1.1	0.6	0.7	0.5	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	1.8	0.7	1.3	0.8
民間住宅	9.4	7.8	3.3	5.0	3.8	2.4	2.1	1.6	0.6	0.6	1.4	1.7	3.7	17.8	7.2	4.9
民間企業設備	4.2	2.6	0.9	1.4	1.2	0.9	0.6	0.9	1.3	1.5	2.2	2.5	6.8	15.3	3.5	5.7
*民間在庫品増加	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.6	0.1	0.1
*公的需要	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.3	0.1
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.6	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	1.8	0.9	0.7
公的固定資本形成	6.6	1.5	1.3	4.5	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.5	1.0	1.0	6.6	6.3	11.5	6.5
*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	0.0
*財貨・サービスの純輸出	1.8	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.2	0.3	0.8	0.7
財貨・サービスの輸出	9.2	8.4	5.0	4.0	2.3	1.7	1.4	1.9	2.3	2.6	2.8	3.0	10.4	10.6	12.6	9.3
財貨・サービスの輸入	3.9	5.4	1.3	2.4	1.6	1.2	0.5	0.4	1.5	1.7	1.9	2.1	4.2	12.1	6.7	5.2
GDPデフレーター	0.6	0.6	2.8	2.8	2.4	2.3	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.0	0.5	1.9	1.9	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:%)

	2009年度				2010年度				2010年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)	2010年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	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	27.8	20.1	5.4	26.5	18.5	11.2	6.9	3.5	2.8	3.1	4.0	5.0	12.7	9.6	9.7	3.7
(前期比)	8.3	7.4	4.5	4.0	1.5	0.8	0.5	0.7	0.8	1.0	1.4	1.7				
国内企業物価	5.5	8.3	5.2	1.7	0.0	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	3.1	5.2	0.5	0.8
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.7	1.5	0.9	0.8	0.4	0.3	0.4	0.2	1.2	1.6	1.2	0.3
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.3	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	4.7	4.6	4.1	5.3	5.1	4.8
名目雇者報酬	4.6	3.8	4.5	2.3	0.5	0.6	0.6	0.8	0.7	0.5	0.3	0.0	0.3	3.9	0.6	0.4
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	86.0	86.8	87.4	87.9	88.2	88.6	88.9	89.5	90.2	103.9	78.0	87.5	89.3
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	4.2	2.8	4.0	3.6	4.9	3.4	4.7	3.9	5.2	12.3	14.9	15.3	17.3
政策金利(無担保コールO/N物)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10				
長期金利	1.45	1.34	1.31	1.30	1.40	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/>