

自律的回復の兆しも、課題を残す日本経済

ポイント

- 10年1-3月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2010、2011年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年3月12日)。その結果、実質GDP成長率は10年度+2.5%(前回予測:同+2.0%)、11年度+2.0%(同+2.0%)となった。前回予測に比べると、1-3月期の実質GDP成長率が前回予測時点の想定を上回ったことなどから、10年度の成長率を上方修正している。他方、中国経済見通しが前回予測時点に比べて下方修正となることなどを反映して、10年後半~11年前半にかけての成長ペースは、前回予測に比べて下方修正した。
- 当面の日本経済については、循環的な回復モメンタムの鈍化や政策支援による限界的な押し上げ効果が薄れていくことなどから、回復ペースは次第に緩やかになっていくとみられる。ただし、海外経済の回復を受けた輸出の増加傾向が維持されるもとの、企業収益が改善し、設備投資や雇用の調整が一巡するなど、緩やかながら回復の動きが内需へと波及してきていることから、回復の動きが途切れるリスクは小さく、予測期間中、日本経済は持ち直しの動きが継続する可能性が高い。
- 全体としては輸出主導で日本経済の持ち直しの動きが継続するとみられるが、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとの、輸出を起点とする回復が家計へと波及していく動きは引き続き緩慢なものとなる可能性が高い。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などでは回復の動きに濃淡が表れやすい状況が続くとみられる。
- こうした見通しに対しては、欧州ソブリンリスクの高まりや中国の過熱抑制策の行方などといった上振れ・下振れリスクが存在する。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ついて、引き続き注視していきたい。

実質GDP成長率は10年度+2.5%、11年度+2.0%と予想

10年1-3月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2010、2011年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年3月12日)。その結果、実質GDP成長率は10年度+2.5%(前回予測:同+2.0%)、11年度+2.0%(同+2.0%)となった。前回予測に比べると、10年度が上方修正、11年度は据え置きである。10年度的主要な上方修正の背景は、主として、1-3月期の実質GDP成長率が前回予測時点の想定を上回ったことなどにより、前回予測時点に比べて10年度に対するゲタ(前期比横這いが続いた場合の成長率)が上方修正されたことに伴う技術的な要因によるものである。他方、中国経済見通しが前回予測時点に比べて下方修正となることなどを反映して、10年後半~11年前半にかけての成長ペースは、前回予測に比べて下方修正している。

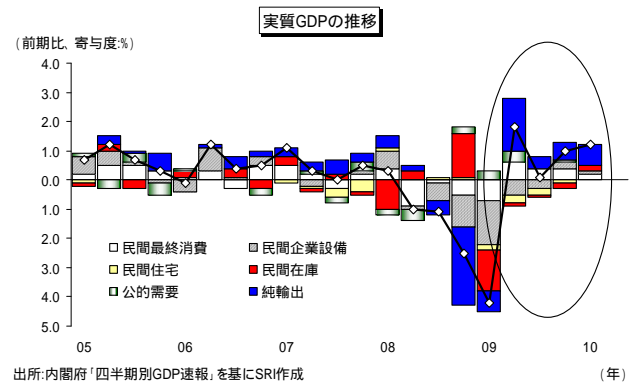
なお、本予測の前提は以下の通り。 予測期間中、為替は1ドル=90円、原油入着価格は1バレル=80ドル、財政政策は、10年度については追加の対策は現時点では具体的に想定しておらず、11年度はマニフェストに沿って、子ども手当の全額支給などを想定、金融政策では、無担保コール0/N物レートの誘導水準は11年度末にかけて0.10%を維持。金融政策については、予測期間中利上げも追加緩和策も具体的には



想定していない。ただし、成長基盤強化への取り組みを通じて、政府と協調しつつデフレ克服に向けた動きを継続することになる。また、足元のような金融市場の不安定化により、円高など景気の下振れやデフレ圧力をもたらす動きが強まった場合には、新型オペの拡充などで対応する可能性があると思われる。

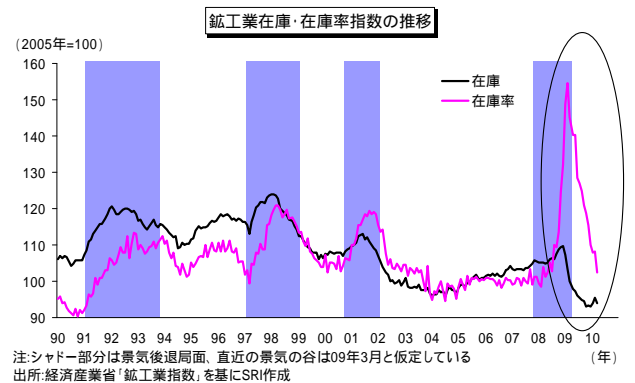
成長ペースは次第に鈍化も、輸出を起点とする回復の動きが継続

10年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.9%となった。需要項目ごとの内訳をみると、中国や米国など海外経済の回復の動きを背景に、輸出の増加傾向が続いていること、耐久財消費が堅調さを維持するなど、政策支援による需要喚起の動きが続いていること、在庫調整の一巡に続き、雇用者報酬や設備投資の調整も進展しており、国内需要に持ち直しの動きがみられることなどといった点が確認される結果となっており、足元にかけての日本経済は、引き続き輸出の増加や景気対策の効果に支えられている面があるものの、こうした動きを背景とした生産の増加や企業収益の改善を受けて、雇用や設備投資の調整が進展するなど、徐々に回復の動きが広がってきているといえよう。



当面の日本経済については、内外の在庫調整が進展してきたことに伴い、循環的な回復モメンタムは次第に一服していく、政策支援による耐久財支出の限界的な押し上げ効果は次第に薄らいでいくとみられ、特に4月以降は薄型テレビにおける駆け込み需要の反動の動きが出てくる可能性がある、設備投資や雇用の調整が進展してきているものの、企業の設備や雇用に対する過剰感は依然として根強く、先行きの需要に対して慎重な姿勢を保持していることから、当面、民間需要の自律的回復力が強まっていく状況までは期待しづらい、金融危機後、世界に先駆けて回復の動きを示してきた中国において、過熱する不動産市場の抑制や過剰供給の是正、高エネルギー消費から省エネへの構造転換などの取り組みが強まってきているなどから、年後半にかけて、成長ペースは次第に緩やかなものになっていくとみられる。

ただし、欧州経済の回復の動きに弱さを残すものの、世界経済の牽引役ともいべき米国経済は想定よりも順調に自律的回復への道筋を辿っている。中国経済にしても、短期的には過熱抑制策の影響で減速する可能性があるものの、1人当たりGDPや耐久財普及率、社会インフラの整備状況などからすると、なお発展段階にある成長ステージや政策対応能力を考えれば、当面の動きとして中国経済の成長路線が頓挫することは考えづらい。したがって、輸出の増加基調が崩れる可能性は小さい。また、内外の景気回復の動きに企業のコスト削減努力が相俟って、企業収益は想定よりも順調に改善しており、上記のよう



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。

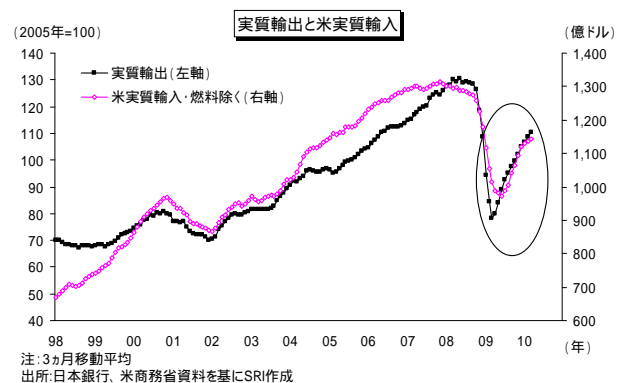
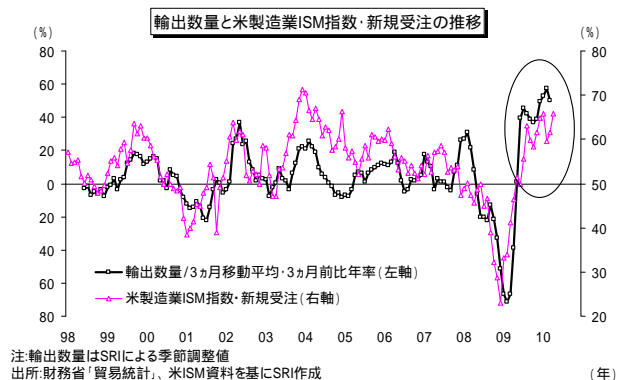
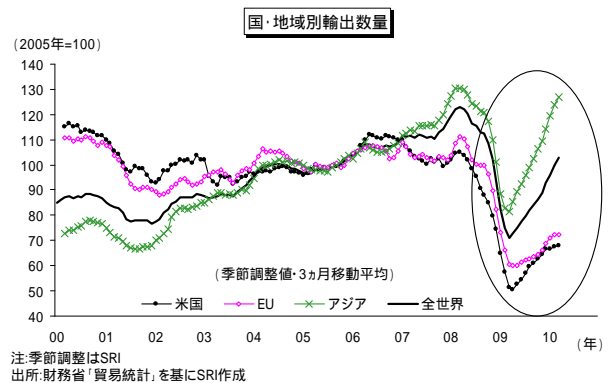


に、当面の回復ペースは緩慢なものであるとしても、輸出が増加するもとで、徐々に民間需要に回復の動きが波及してきていることを考えると、回復の動きが途切れるリスクは小さい。このように最終需要が安定するもとで、在庫が低位に抑制されていることから、生産調整が強まっていくという状況も想定しづらい。こうした点から、予測期間を通じて、日本経済は回復の動きが継続する可能性が高いと判断している。

海外経済の回復を背景に輸出の増加続くも、中国の行方に留意

回復の起点となる輸出の動きをみると、アジア向けを牽引役として高めの伸びが続いており、商品別には一般機械、地域別には中南米、中東、オセアニアといった資源国・新興国向けなどへの裾野の広がりもみられる。今後については、金融危機後に打ち出された各国における景気対策の効果や在庫循環に伴う回復モメンタムの強まりが一巡してくるにつれて、増加ペースは次第に緩やかになっていこう。実際、わが国輸出の先行指標となる米製造業 ISM 指数・新規受注は高水準ながら、一進一退での推移となっており、米国では企業の在庫が増加に転じ始めてきていることからすると、在庫循環に伴う回復モメンタムの強まりの動きは一服していくとみられ、こうした点は韓国、台湾で半導体・電子部品関連の出荷・在庫バランスがピークアウトしつつある点にも窺える。また、OECD 景気先行指数についても改善のペースが鈍化してきている。とはいえ、世界経済の回復の動きが継続することに伴い、輸出の増加基調が崩れるには至らないとみられる。

海外経済の動きをみると、中国をはじめとするアジア経済の回復に続いて、米国経済が雇用の増加を伴う自律的な回復軌道への道筋を辿っている点は明るい材料である。米国経済の回復は、直接的に米国向け輸出の増加につながるのみならず、輸入の増加や金融面の安定を通じて、もともと所得水準の向上やインフラ整備などにより内需が堅調な新興国の高成長が維持されることが期待される。特に、わが国輸出の牽引役であるアジアについては、輸出依存度が高い経済構造であるだけに、中国に続く最終需要の担い手としての米国経済の回復は成長の持続性を考える上で重要である。長い目でみれば、アジアな

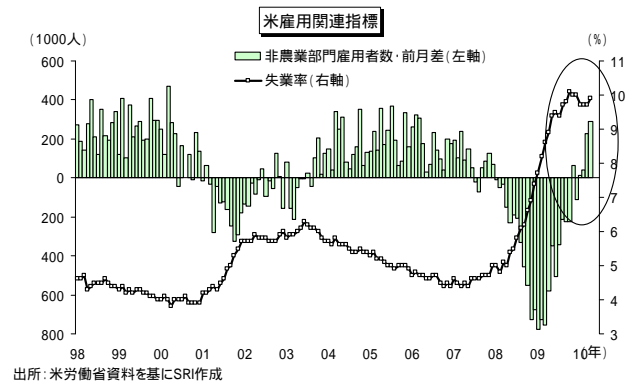


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

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、現段階における新興国の経済規模や高付加価値分野に強みを持つという日本の産業構造を考えても、日本の輸出が本格的に回復軌道に乗るためには、中国をはじめとする新興国経済と先進国経済が両輪で回復していく状況が不可欠と考えられる。このように、米国経済の回復は直接的な影響に加えて、生産拠点であるアジアへの部品や素材、資本財輸出の増加が促されるなどといった間接的な影響も含めて、輸出の増加を支えることが期待されよう。

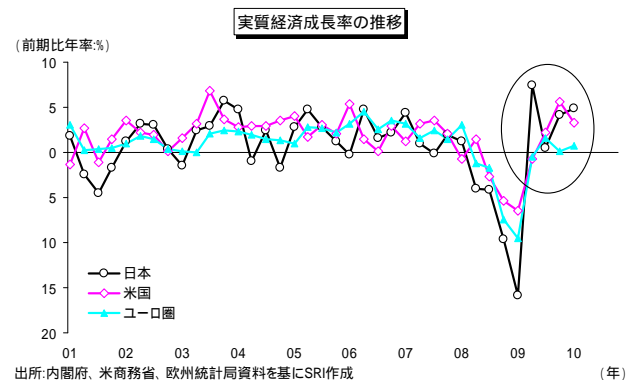
米国経済については、一連の危機対応が奏効し、金融市場や企業・家計のマインドが安定するとともに、大規模な在庫、設備、労働コストの調整が一巡、企業収益が回復するなか、設備投資は機器・ソフトを中心に増加に転じ始めている。家計のバランスシート調整圧力が懸念された個人消費も、株価の上昇や住宅価格の下げ止まりを受けた資産効果もあり、持ち直しの動きが明確となっている。こうしたなか、回復の遅れが懸念された雇用にもようやく明るい動きが出始めてきている。前回の予測では、米国における労働生産性の改善が顕著であり、生産量に対して労働投入量が過度に調整されている可能性から、雇用の上振れをリスク要因として考えてきたが、足元の雇用の回復ペースを考えると、こうした動きが顕在化してきた可能性がある。貸出の減少や住宅・商業用不動産市場の調整圧力などの動きは根強く残るものの、雇用の増加が、住宅ローンの延滞率や商業用不動産の空室率の上昇などに歯止めを掛けることで、实体经济の回復が不良債権問題の緩和につながっていくという経路も考えられよう。こうした点を考えると、需要の回復が企業収益の回復につながり、それが雇用の回復に結びついたことで、さらに需要の増加が持続するという自律的回復の好循環に米国経済は入ってきていると捉えている。

他方で、米国に比べて、欧州経済の回復の足取りは重さが鮮明になってきている。新興国の高成長を支えに輸出・生産の回復が続くものの、雇用情勢は厳しい状況が続いており、個人消費を中心とした内需の低迷が続いている。この点、米国に比べて間接金融の比重が高い構造であるなか、IMFの推計によると、欧州の金融機関は金融危機後の損失処理が遅れており、信用収縮が続いている点も重石となっていよう。今後については、ユーロ安を梃子として、ドイツを中心に輸出を起点とした循環的な回復の動きは継続するとみられる一方、回復途上下で財政再建圧力が強まっている点も景気回復の勢いを抑制することになろう。このように、欧州経済の回復ペースは今後とも緩慢であるとみられるが、日本への影響という点では限定的なものと考えている。09年度における



09年度における

他方で、米国に比べて、欧州経済の回復の足取りは重さが鮮明になってきている。新興国の高成長を支えに輸出・生産の回復が続くものの、雇用情勢は厳しい状況が続いており、個人消費を中心とした内需の低迷が続いている。この点、米国に比べて間接金融の比重が高い構造であるなか、IMFの推計によると、欧州の金融機関は金融危機後の損失処理が遅れており、信用収縮が続いている点も重石となっていよう。今後については、ユーロ安を梃子として、ドイツを中心に輸出を起点とした循環的な回復の動きは継続するとみられる一方、回復途上下で財政再建圧力が強まっている点も景気回復の勢いを抑制することになろう。このように、欧州経済の回復ペースは今後とも緩慢であるとみられるが、日本への影響という点では限定的なものと考えている。09年度における

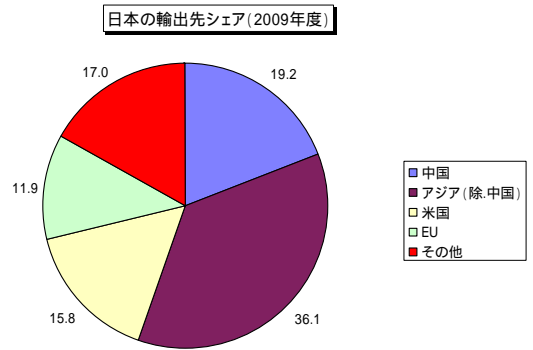


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

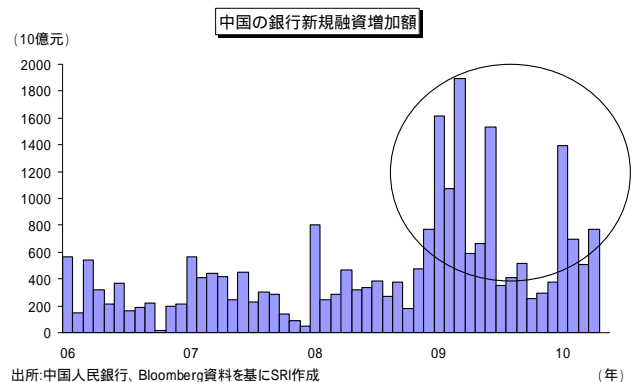


日本の輸出先シェアを確認すると、EU27 カ国合計でも 12% 程度に留まっており、輸出取引通貨の比率をみてもユーロは 7% 弱（2009 年下半期）に留まる。欧州経済の低迷が中国など他国の輸出を通じて及ぼす間接的な影響やユーロ安・円高による相対的な価格競争力の低下という点には留意が必要ながら、上記のように、輸出の過半を占めるアジアや米国、さらには豪州やブラジルなどの資源国・新興国については回復の動きが明確となっていることもあり、欧州経済の問題が及ぼす影響は貿易面では限定的なものと考えている。むしろ、欧州問題で懸念されるのは、資産価格の下落が实体经济に及ぼす影響や金融システムにおける緊張の高まりを通じた影響であり、この点は改めて後述したい。

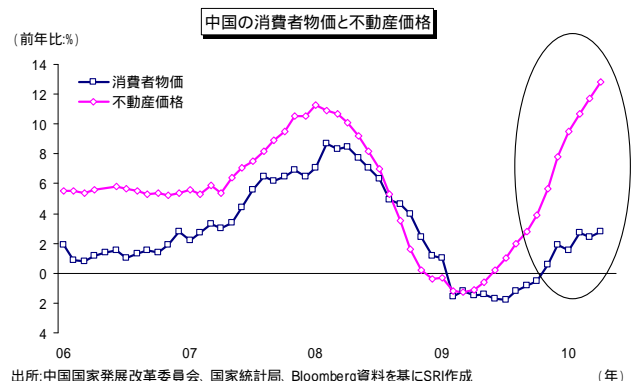
日本の实体经济に及ぼす影響という観点でいえば、留意すべきは欧州よりもむしろ中国の過熱抑制策の行方と考えている。直接的な影響として輸出に占める中国向けのシェアが大きいという点に加えて、今回の危機からの回復の経緯を振り返ると、金融市場や企業・家計のマインド安定化、在庫調整の一巡とともに、中国が大規模かつ迅速な景気対策により先んじて回復に転じたことが寄与したところは大きいと考えられる。このような中国経済の減速が強まった場合には、輸入需要の低下を通じて、日本を含むアジア諸国、さらには豪州・ブラジルなどの資源国へと波及する可能性が高い。足元、中国では過熱する不動産市場の抑制や過剰供給の是正、高エネルギー消費から省エネへの構造転換などの取り組みが強まってきており、景気対策の効果も次第に薄らいでくることも考えれば、現在の過熱気味の高成長から巡航速度での成長へ回帰していくとみられる。その過程で想定以上に引き締め政策の効果が強まらないかどうかという点については注視が必要であろう。基本的な考え方としては、こうした対応は過度な金融緩和の是正を図るものであって、实体经济の引き締めを意図したものでないこと、短期的には過熱抑制策の影響で減速する可能性があるものの、1 人当たり GDP や耐久財普及率、社会インフラの整備状況などからすると、なお発展段階にある成長ステージや先進国に比べて余力のある財政状況、政策決定や効果の波及が迅速であるといった金融危機後の対応でもみられた政策対応能力を考えれば、当面の動きとして中国経



出所:財務省「貿易統計」を基にSRI作成



出所:中国人民銀行、Bloomberg資料を基にSRI作成



出所:中国国家发展改革委員会、国家統計局、Bloomberg資料を基にSRI作成

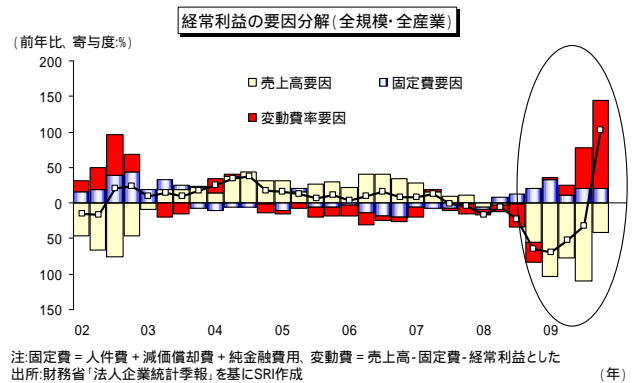
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

済の成長路線が頓挫することは考えづらいと判断している。外需の面では米国経済の回復も支援材料だ。とはいえ、世界経済における中国経済の影響力が強まっているだけに、その動向は今後とも注意は怠れないところである。

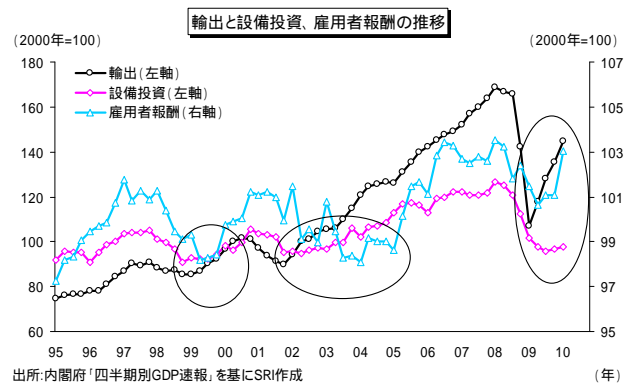
当面の回復ペースは緩やかも、設備投資・雇用の調整は一巡

輸出の増加につれて、生産活動が活発化し、企業のコスト削減努力も相俟って企業収益の回復が続いている。こうした動きを受けて、設備投資や雇用の調整についても一巡しており、輸出を起点とする回復の動きが徐々に内需に波及してきているといえよう。今後についても、輸出の増加基調が維持されることで、生産の増加や企業収益の改善が継続することによって、設備投資や雇用は持ち直していくとみられる。日銀短観（3月調査）をみても、10年度の設備投資計画は前年度比 3.9%と、3月調査時点の計画としては過去（84～08年度）の平均を上回る水準となっており、今後、景気が回復傾向が辿るなかにあって、計画が固まっていない段階における期初計画が、具体的な計画が策定されるにつれて上方修正されていく可能性が高いことを考えれば、年度でのプラスは十分に視野に入る状況といえる。とはいえ、以下の点から、当面は民間需要の自律的な回復力が強まっていくところまでは期待しづらく、雇用や設備投資の持ち直しの動きは緩やかなものに留まろう。

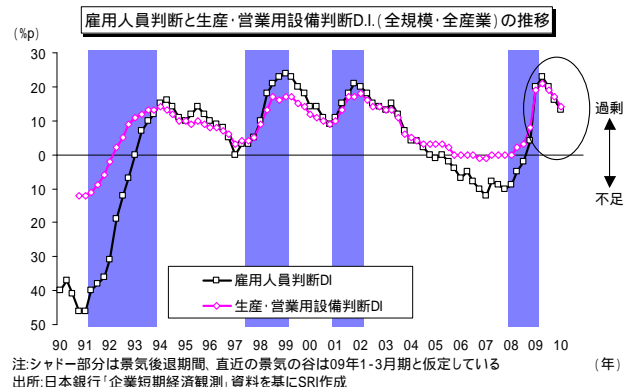
まず、雇用や設備の過剰感が依然として根強く残っている点である。もとより、過剰という概念は生産水準などとの相対感であるため、生産の持ち直しとともに、過剰感も徐々に解消されていくという性質のものであるが、今後、増産ペースが次第に緩やかなものになっていくとすれば、そうした動きが早期に実現するとは期待しづらい。特に、雇用については、将来的な生産回復や長期的な人手・人的資本の不足も睨んで、雇用調整までには踏み切らなかったケースや雇用調整助成金による支援に支えられた面などもあり、人件費の調整は労働時間や賃金が中心で、雇用調整のペースは相対的に緩やかであったことから、回復に転じて、新規雇用の創出に結びつきづ



注: 固定費 = 人件費 + 減価償却費 + 純金融費用。変動費 = 売上高 - 固定費 - 経常利益とした出所: 財務省「法人企業統計季報」を基にSRI作成 (年)



出所: 内閣府「四半期別GDP速報」を基にSRI作成 (年)



注: シャド部分は景気後退期間、直近の景気の谷は09年1-3月期と仮定している 出所: 日本銀行「企業短期経済観測」資料を基にSRI作成 (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。



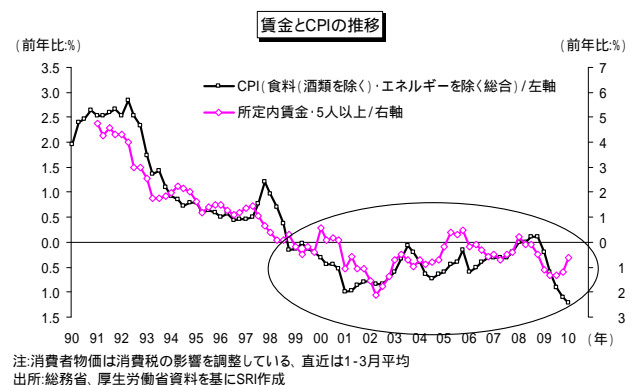
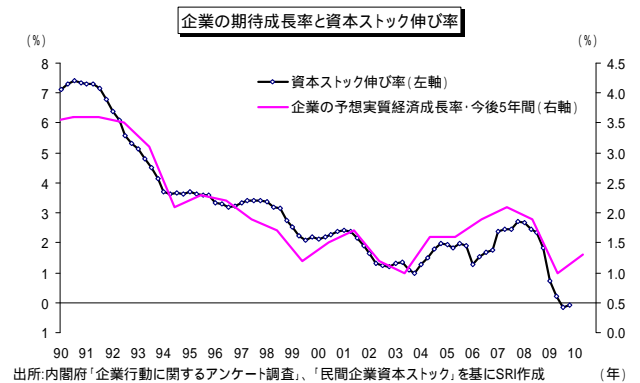
らい可能性がある点には注意が必要である。この点は、時短によって雇用を維持したドイツと似た動きである一方、大規模な雇用の調整が行われた後、雇用が回復に転じてきている米国とは対照的な動きといえよう。実際、日銀短観（09年12月調査）によると、10年度の新卒採用計画（金融含む全産業）は前年度比23.6%の大幅減となっており、現時点では新規求人数の回復の動きも緩やかなものに留まっている。

また、企業が先行きに対して慎重な姿勢を維持している点も、設備投資や雇用の回復ペースを当面緩やかなものに留めよう。内閣府「平成21年度企業行動に関するアンケート調査」によると、今後5年間（22～26年度）の予想実質経済成長率は+1.3%と、前年の+1.0%からは上向いたものの、前回の回復局面でみられた1%台半ばから2%程度という水準までには回復しておらず、企業は中長期的な需要動向について慎重な姿勢を崩していないとみられる。その結果、今後3年間（22～24年度）の設備投資見通しは年度平均伸び率で+1.4%、同様に雇用者の伸び率は+0.4%と低位に留まっている。現状の生産能力が過剰であると認識しており、先行きに対しても慎重姿勢を崩していない以上、事業拡大に向けた動きが活発化するとは期待しづらい。

以上の点から、輸出・生産の増加や企業収益の改善から、設備投資や雇用の調整は一巡しているものの、当面の回復ペースは緩やかなものに留まると判断している。ただし、輸出主導の回復が、雇用や設備投資に次第に波及していくメカニズムが働かないわけではない。2000年代前半との比較でいえば、企業のバランスシート調整が進展した結果、過剰な債務を抱えているがゆえに、キャッシュフローの使途として、債務返済が優先されるという動きは和らいでいるのではないかと考えられる。こうした点から、輸出を起点として生産水準が徐々に切り上がり、企業の慎重姿勢も次第に和らいでいくもとの、設備投資については回復の動きがより明確になっていくとみている。

時間を要する賃金・物価デフレからの脱却

このように、SRIでは11年度にかけて輸出を起点とした日本経済の回復の動きが継続すると想定している。ただし、こうした輸出主導の回復が、賃金面を通じて、家計へと波及していく動きは引き続き緩やかなものとなる可能性が高いと判断している。また、景気の回復や国際商品市況の上昇などから、デフレ圧力が強まる動きは一巡し、消費者物価の下落幅は縮小していくとみられるものの、大幅な需給ギャップが残存することや賃金の伸び悩み、インフレ期待の低迷などから、予測期間中、安定的に消費者物価がプラスに転じるという意味での、デフレ脱却には

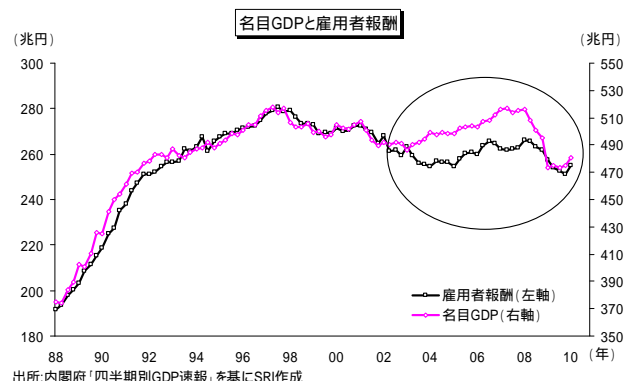
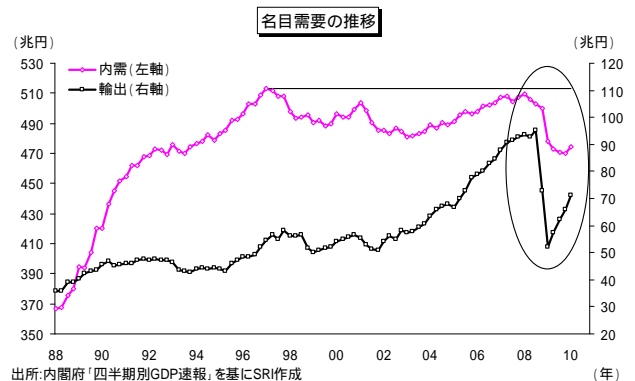
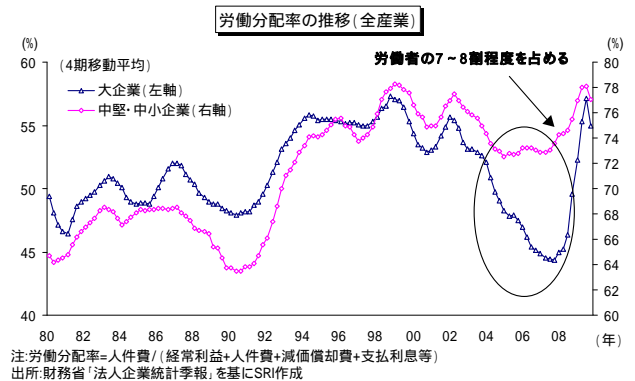


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

至らないとみられる。

賃金の低迷が続く理由は、労働需給が緩和しているという循環的な要因に加えて、グローバル化に伴う企業間競争の激化や雇用の大半を占める中小企業の生産性低迷など構造的な要因が影響しているのではないかと考えている。金融危機以前の労働分配率の動きをみると、大企業の労働分配率が大幅に低下する一方、中堅・中小企業の労働分配率は高止まりしているという動きが確認できる。こうした動きをより細かくみると、大企業については、生産性上昇率対比で賃金が抑制されていたことが労働分配率低下の要因であり、大幅に賃金を削減したというわけではない。相対的に良好な収益環境にある大企業についても、グローバル化や新興国の台頭に伴う企業間競争が厳しさを増すなかにあって、固定費である賃金を抑制する姿勢は容易に解消されなかった。また、当時は株主還元に対する意識が強かったことも影響していよう。労働コスト面で新興国に対抗するのは容易ではなく、国内生産を前提とした場合、一段の高付加価値化を図っていかない限り、賃金の抑制姿勢は根強く残るものとみられる。

他方、中小企業、特に非製造業の労働分配率が高止まりしていた点については、生産性が低下するもとで賃金が上昇していたためであり、こちらも根が深い問題である。海外経済の成長を享受できる大企業、とりわけ製造業に対し、雇用の大半を占める中小企業、非製造業は国内需要の低迷（その裏側としての供給過剰構造）や交易条件の悪化（世界経済の成長に伴う川上価格の上昇圧力と販売価格のデフレ）などが重石となっており、収益力や生産性が低迷していることから、賃金を引き上げる余力に乏しくなっている。つまり、分配をしたくとも、分配すべきパイを拡大することができなかったということではないかと考えている。実際、名目ベースの動きをみると、輸出が大幅に拡大する一方、内需は、長期にわたる景気拡張期間であった02年以降でも、97年の水準を上回ることはなかった。中小企業・非製造業の賃金が上昇するためには、個人消費を軸とする内需の活性化が不可欠であるが、そのためには賃金の上昇が必要（その他、雇用や社会保障などの将来不安を解消して、安心してお金を使う環境を整えることも必要と考えられる）というジレンマ的な局面を



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。



いまだに脱却できていないということではないかと考えている。こうした動きを脱却するためには、企業ベースで生産性向上や収益力の強化に取り組むほか、マクロ的には、成長期待の強いアジア需要を取り込むための環境整備を行うほか、医療・福祉分野など潜在的な需要が強いとされる分野への経営資源のシフトを規制緩和などを通じて促進するなどといった、経済のパイを拡大し、企業や家計の成長期待を高める成長戦略を実行に移すことが必要と考えられるが、早期に上記のような構造問題を解決することは容易ではなく、賃金の低迷が根強く残る可能性が高い。また、足元の個人消費は、政策支援による耐久財需要の高まりから堅調に推移しているものの、こうした動きは需要の先食いの面を有するため、足元の動きが持続的なものとはいえず、実際に耐久財消費の伸びは鈍化してきている。子ども手当の支給をはじめとする政策支援により、家計の所得は下支えされる（ただし、11年度における子ども手当の満額支給は見直される可能性が高まっている）ものの、賃金の持続的な増加が期待しづらい状況下では、個人消費が活発化するとも考えづらい。従って、予測期間中、個人消費を軸とした内需の活性化やデフレ脱却という展望は描きづらいと判断している。

以上のように、11年度にかけての日本経済は、全体としては輸出を起点とする回復の動きが継続するものの、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとで、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前回予測に続き想定した。02年春からの前回の回復局面と同様、今回の回復の牽引役も、海外経済の成長を享受できる大企業・製造業となる一方、家計部門にとっては実感なき回復の動きが継続することになる。資源に乏しく、人口減少下にある日本が成長するためには、外需の取り込みが不可欠であり、問題は、外需を取り込む力の強化とそれによって得られた所得をいかに国内の成長に結び付けていくかという点にある。政府には、所得再配分機能の強化とともに、規制緩和や減税、成長著しいアジア需要の取り込みなどを通じて、企業活動を支援するとともに、成長期待を高めたり、将来不安を緩和させたりすることで、企業や家計の支出を促すような施策を期待したいところであり、この点、6月をメドに取りまとめられる新成長戦略の内容とともに、そうした成長戦略を実行に移す政治的リーダーシップを発揮することができるかどうかという点に、注目しておきたい。

上振れ、下振れ要因に引き続き留意

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、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であろう。主な点としては、欧州ソブリンリスクの高まりなどを背景とした国際金融・資本市場の不安定化、中国における過熱抑制策の行方、米国経済の上振れ（雇用や貸出の想定以上の回復）、先進国の出口政策が遅れるなか、リスク許容度の回復に伴い、再び資源価格の上昇や交易条件の悪化を招く可能性、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、コスト競争力の確保や需要の拡大を見込んで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に注意が必要と考えている。とりわけ、金融危機後の大規模な対策の副作用や後遺症ともいえるべき財政

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。

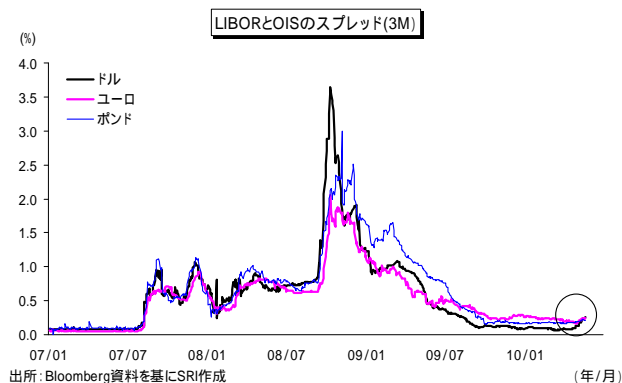
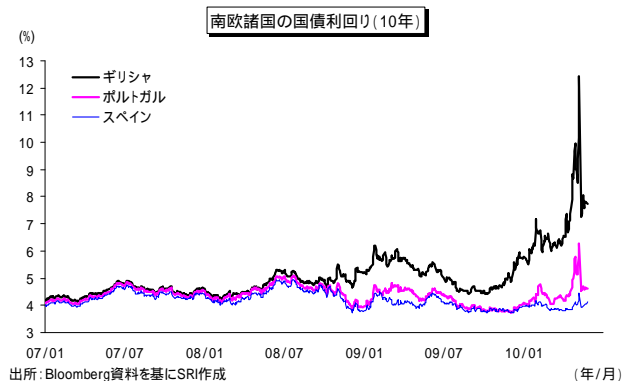


懸念や過剰流動性の問題を注視しておきたい。

政権交代に伴う財政統計の修正で発覚したギリシャの財政悪化懸念を発端とする欧州ソブリンリスクは、問題がギリシャに限られれば影響は限定的とみられていたものの、いまやポルトガル、スペイン、さらには南欧諸国向け債権を有する欧州の金融機関に対する懸念に波及した。こうした動きを受けて、ユーロ圏加盟国および IMF が 12 年までの 3 年間で総額 1100 億ユーロのギリシャ向け融資を行うことが決定されたほか、ECB が、ギリシャが発行・保証する債券が格下げされた場合でも適格担保から除外しないとする措置を表明したのに続き、ユーロ加盟国の財政危機に備えて、EU、IMF による最大 7500 億ユーロ規模の基金（欧州安定化メカニズム）の創設、ECB による機能不全に陥った公社債市場への介入（買入れ）、固定金利・金額無制限資金供給オペの再開、米欧日 6 中銀によるドル・スワップ協定の再締結などの対策が打ち出された。

これらの対策により、少なくとも 3 年間はギリシャのデフォルトの可能性が低下したわけであり、金融機関の流動性リスクも抑制されるとみられたものの、金融市場はなお不安定な動きを続けている。中長期的なギリシャの財政再建の実現性（ソルベンシー・リスク）、さらには、後手に回り続けた欧州当局の問題対応能力、経済条件が十分に収斂しないなかで通貨、金融政策が一本化される一方、財政政策は各国の主権に委ねられるというユーロ圏が抱える構造問題にまで焦点が当たりにいたり、欧州ソブリンリスクの問題は長期化の様相を呈している。差し当たり、ギリシャの財政再建問題を考えても、就業者の 2 割以上を公務員が占めるといふなかであって、公務員給与の削減や増税をはじめとする大規模な財政再建策がデフレ圧力をもたらすことは想像に難くない。過去の金融危機のケースのように、通貨を切り下げて輸出競争力を回復するといっても、ギリシャはユーロ加盟国であるため、競争力の回復は物価や賃金の下落によらざるを得ない。また、ドイツと異なり、足元のユーロ安を活かす産業基盤にも乏しい。このように考えると、名目 GDP や税収の回復、ひいては財政再建の実現性に疑問符が付くのは否めず、折に触れてこの問題が蒸し返される可能性は否定できないだろう。

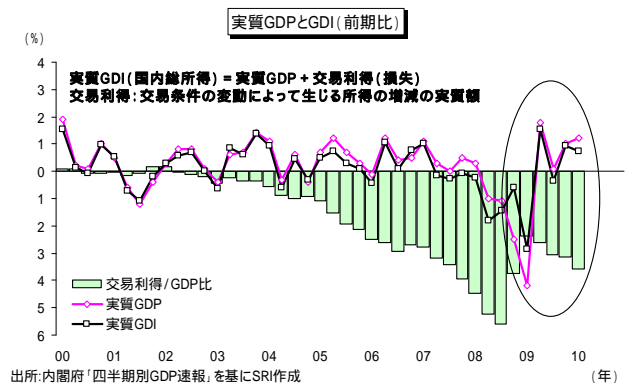
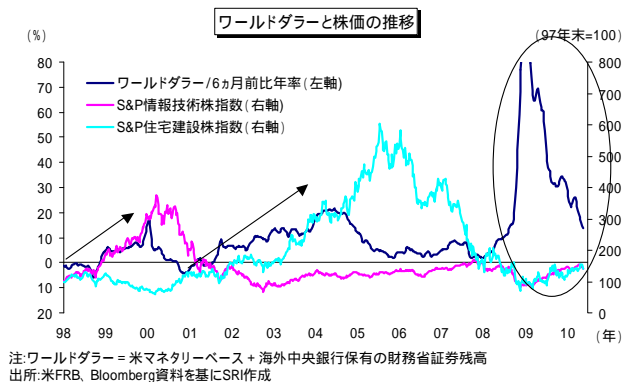
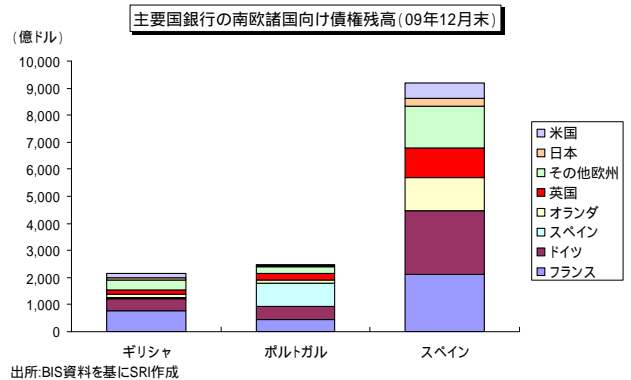
また、EU・IMF の支援で問題が封じ込められているのであれば、欧州の問題として処理可能であるかもしれないが、懸念されるのは上記のように金融機関の流動性リスクに波及しつつある点である。証券化やデリバティブ、さらには信用収縮をもたらした实体经济の悪化によって、世界にリスクが拡散したサブプライム問題やリーマン・ショックと異なり、問題の所在はある程度明らかであり、当時とは経済状況も異なるのであるが、南欧諸国向け債権を有している欧州の金融機関に対するカウンターパーティー・リスクの



高まりが金融システム不安に広がる可能性や新興国向けの信用供与が圧縮される可能性といったリスクには注意が必要であろう。金融のグローバル化によって、局地的なリスクがグローバルに広がる可能性がある点は、サブプライム問題やリーマン・ショックで経験した点である。この点に関連しては、リスク回避姿勢の強まりに伴う資産価格の下落や円高圧力の強まりが实体经济に及ぼす影響についても注意が必要である。

上記のような欧州ソブリンリスクの高まり、中国の減速懸念、唐突ともいえるドイツの空売り規制の導入など金融規制を巡る不透明感などもあり、足元ではリスク回避の動きが強まっているが、世界経済の回復基調が損なわれず、投資家のリスク許容度が回復した場合には、今回の動きにより、先進国の出口戦略が後ズレする可能性が出てきたこともあり、再び過剰流動性が資産・資源価格のインフレをもたらす可能性も念頭に置く必要があると考えている。緩和的な環境が早期に巻き戻される可能性が小さいことに加え、世界的な経常収支の不均衡が温存されるなか、实体经济を大きく上回る流動性が存在するという状況が続くとともに、再びどこかで過剰流動性の影響が顕在化する可能性も否定はできないだろう。特に、新興国は成長期待が高く、資金流入が続いていた。上記のように中国で過熱抑制に向けた取り組みが強まっているほか、インド、ブラジル、豪州など主要新興国や資源国は既に利上げに着手しているものの、過熱抑制のための利上げが、さらなる資金流入を招いてしまうジレンマに陥る可能性にも注意が必要だろう。ペッグ制を採用している国や、アジアなどでは通貨高への対処としての為替介入が国内の流動性増加を招くという問題もある。こうした動きが過熱した場合、資産価格の上昇が内需を刺激する結果、短期的には成長が加速する可能性がある一方、特に、景気への配慮から、引き締めに移るタイミングが遅れた場合には、後に大幅な引き締めを余儀なくされるリスクが存在する。

また、エネルギー効率が低い新興国経済の過熱が、緩和的な金融環境と相まって、商品市況の高騰をもたらし、先進国やアジアの交易条件が悪化したり、インフレ期待が高まってしまったりするというルート（この場合、一方で資源国にとってはプラスとなる面がある）も考えられる。日本にとっては交易条



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。



件の悪化は、所得の海外流出や企業のマージン悪化を招くとともに、特に価格決定力の乏しい中小企業への影響が大きくなるため、上記のような外需と内需、大企業と中小企業、企業と家計といった二極化傾向を助長する可能性もある。この点、さらに為替円安が進む場合には、輸出企業には輸出面での恩恵が得られる一方、そうでない企業にはさらなる輸入コスト増加を招く点にも注意が必要である。

以上、当面の注目点として、欧州ソブリンリスクや過剰流動性の問題について述べてきたが、その他にも上記のような上振れ・下振れ要因が存在していると考えている。いずれにせよ、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ことは明らかであるため、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。



日本 GDP 予測表

(前期比:%)

	2009年度				2010年度				2011年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	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	0.2	0.3	0.3	1.2	0.0	0.1	0.5	0.3	0.1	0.3	1.0	0.9	3.7	1.4	1.5
実質GDP	1.8	0.1	1.0	1.2	0.6	0.4	0.3	0.2	0.5	0.7	0.7	0.8	1.9	2.5	2.0
(前期比年率)	7.4	0.5	4.2	4.9	2.3	1.6	1.2	0.8	1.9	2.6	2.8	3.0			
*国内需要	0.1	0.2	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	2.4	1.2	1.4
*民間需要	0.4	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	3.0	1.5	1.5
民間最終消費支出	1.0	0.6	0.7	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.6	1.3	1.0
民間住宅	9.8	7.3	2.7	0.3	3.4	2.7	2.2	1.0	0.7	0.9	1.5	1.8	18.5	3.7	5.3
民間企業設備	3.7	2.0	1.3	1.0	1.3	1.5	1.1	0.7	0.9	1.4	1.8	2.1	15.1	4.2	5.1
*民間在庫品増加	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.5	0.1	0.0
*公的需要	0.4	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.3	0.1
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.7	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.8	1.1	0.7
公的固定資本形成	7.3	1.0	1.2	1.7	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.7	11.9	6.1
*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	1.8	0.4	0.6	0.7	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	1.3	0.6
財貨・サービスの輸出	10.1	8.6	5.8	6.9	4.2	1.9	1.2	0.9	1.6	2.4	2.7	3.0	9.6	17.2	7.4
財貨・サービスの輸入	3.7	5.6	1.5	2.3	2.9	1.3	1.0	0.5	0.5	1.6	1.7	1.9	11.8	8.5	4.3
GDPデフレーター	0.6	0.7	2.7	3.0	1.7	1.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	1.8	1.1	0.5

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				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	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	27.4	19.4	4.3	27.5	22.4	17.5	11.5	4.5	2.7	2.5	3.3	4.3	8.9	13.5	3.2
(前期比)	6.5	5.3	5.9	7.0	2.5	1.1	0.5	0.4	0.7	1.0	1.2	1.4			
国内企業物価	5.5	8.2	5.2	1.7	0.7	1.0	1.8	1.7	0.9	0.5	0.8	0.9	5.2	1.2	0.8
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.2	1.1	0.7	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	1.6	0.9	0.3
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.3	4.9	5.0	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	5.2	4.9	4.7
名目雇者報酬	4.6	3.8	4.5	0.3	1.2	0.9	1.1	0.4	0.3	0.5	0.7	0.9	3.5	0.9	0.6
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	83.7	86.8	87.4	87.9	88.2	88.6	88.9	89.5	90.2	77.5	87.6	89.3
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	4.9	4.1	4.8	3.8	4.9	4.5	5.3	4.3	5.4	15.7	17.7	19.6
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	1.33	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/>

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。