

2010/2011 内外マクロ経済予測 < 日本 >

2010年08月20日
広告審査番号 MFB151-100820
MSRC 審査番号 06-A-100820**踊り場を経つつも、外需を起点とする回復基調が継続**

投資調査部 宮川 憲央

ポイント

- 10年4-6月期 GDP (1次速報値)の発表を受け、MSRC (みずほ証券リサーチ&コンサルティング)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6月11日)。その結果、実質 GDP 成長率は10年度+1.7%(前回予測:同+2.7%)、11年度+1.6%(同+1.9%)となった。前回予測に比べると、10年度、11年度とも下方修正である。
- 当面の日本経済については、内外において循環的な回復モメンタムや政策支援の動きが一巡していくことで、10年度後半にかけては、一時的に踊り場的な局面を迎える可能性が高まってきている。もっとも、海外経済の回復に支えられて、輸出の増加基調が維持されるとみられること、最終需要が安定的に推移するもとの、在庫の積み上がりに伴う調整圧力が限定的であることなどから、予測期間中に回復基調が途切れるまでには至らないと考えている。在庫調整や中国における実質引き締め政策の一巡、米国経済の回復ペースが徐々に高まっていくことなどから、11年半ば以降の日本経済は、踊り場を脱却し、回復に向けた動きが再開しよう。
- 全体としては、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ものの、グローバル化の進展や中小企業、非製造業における生産性の低迷などから、賃金・物価のデフレ圧力は根強く、こうした輸出主導の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ろう。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が続くものとみられる。また、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、デフレ脱却には至らないとみられる。
- こうした見通しに対しては、米国および中国経済の動向や欧州金融不安の再燃、先進国における金融緩和の長期化が新興国経済や資産・資源価格へ及ぼす影響などといった上振れ・下振れ要因が存在する。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注意を払いつつ、引き続きフォローしていきたい。

実質 GDP 成長率は10年度+1.7%、11年度+1.6%と予想

10年4-6月期 GDP (1次速報値)の発表を受け、MSRC (みずほ証券リサーチ&コンサルティング)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6月11日)。その結果、実質 GDP 成長率は10年度+1.7%(前回予測:同+2.7%)、11年度+1.6%(同+1.9%)となった。前回予測に比べると、10年度、11年度とも下方修正である。主な下方修正の背景は、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)が下方修正となったほか、10年4-6月期 GDP の実績が前回予測時点の想定を下回ったこと、米国経済見通しについて、10年後半~11年前半にかけての回復ペースを前回予測時点に比べて下方修正としたこと などである。

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=85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(エコカー補助金、エコポイント制度については当初予定通り10年9月末および12月末に終了と想定)、11年度は子ども手当の全額支給などを想定、金融政策は、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。

財政政策については、経済危機対応・地域活性化予備費や09年度決算の剰余金を活用して、エコポイント制度の延長など追加の景気対策を打ち出す可能性が伝えられているものの、本予測では現時点で具体

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。

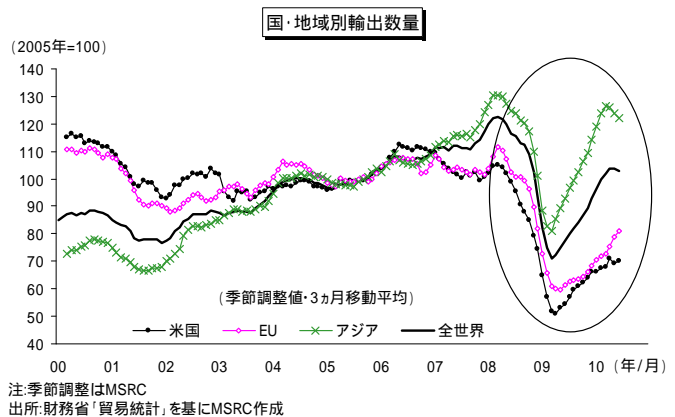
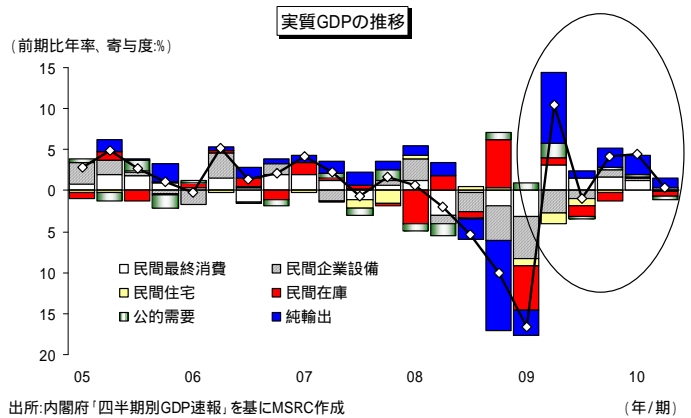
的に織り込んでいない。また、7月の参院選の結果、いわゆる「ねじれ国会」の状況となり、今後の政治情勢(中期財政フレームに沿った予算編成が実現可能か、どのように予算関連法案を国会で通すのかなど)は不透明さを増している。この点、今後、予測の前提が変わりうる点には留意されたい。金融政策については、予測期間中、利上げも追加緩和策も具体的には想定していない。ただし、一段と円高圧力が強まる場合は、経済の下振れリスクの高まりに対応する形で、新型オペの拡充などを打ち出す可能性がある。また、政治情勢の変化に伴い、日銀の追加緩和に対する政治的圧力が強まるといった点にも留意が必要であろう。

10年度後半は踊り場的な局面に

10年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.4%となった。需要項目ごとの内訳をみると、輸出の増勢が鈍化してきていること、政策支援による耐久財需要喚起の動きが一巡してきていること、設備投資の回復ペースが緩やかなものに留まっていることなどといった点が確認される結果となっている。足元にかけての日本経済は、これまでの景気回復を牽引してきた内外における在庫循環や政策支援の動きが一巡してきている一方、こうした動きに支えられた生産、企業収益の回復が内需へと波及していく動きは引き続き緩慢であり、回復ペースが一服してきているといえよう。

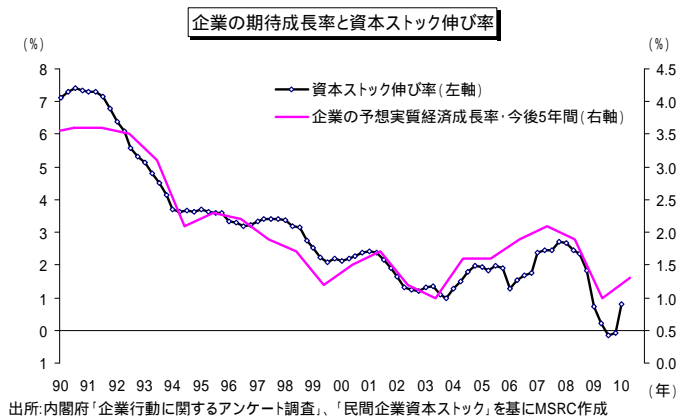
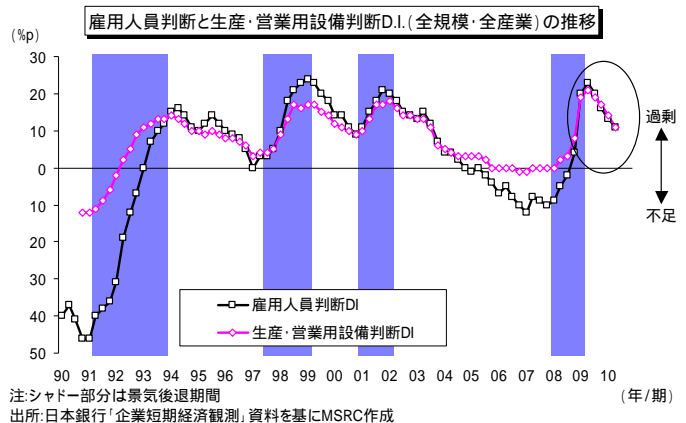
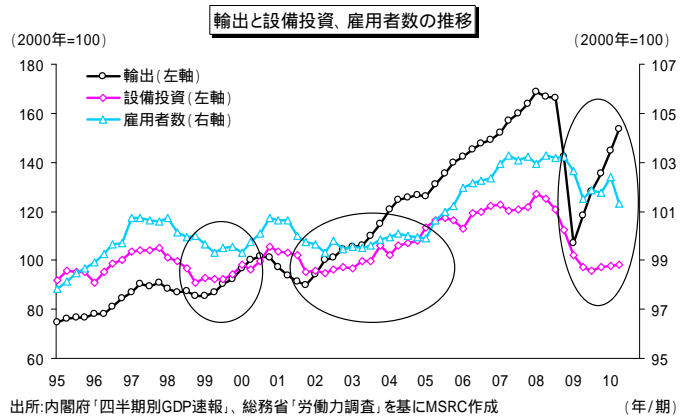
当面の日本経済については、循環的な回復モメンタムの鈍化や海外における政策効果の一巡により、輸出の増加ペースは次第に緩やかになっていくとみられる。短期的には、エコカー補助金の期限を9月末に控えて、駆け込み需要が発生する可能性も考えられるものの、政策支援による耐久財需要喚起の動きは一服してきている。こうしたなか、設備や雇用の過剰感が根強く残っており、先行きに対する企業の期待成長率がお慎重であることに加えて、循環的な回復モメンタムも鈍化していくことから、当面、雇用や設備投資の増加を通じた内需への波及が本格的に強まっていくことは期待しづらい。などから、これまでのような回復ペースはもはや期待しづらく、10年度後半にかけては、一時的に踊り場的な局面を迎える可能性が高まってきていると考えている。

回復の起点となる輸出の動きを確認すると、わが国の主力輸出先であるアジア向けを中心に、増加ペースが鈍化してきている。商品別の動きをみると、一般機械は引き続き好調である一方、電気機器や化学製品の増勢が鈍化しているほか、輸送用機器にも一頃ほどの勢いはない。こうした動きの背景としては、在庫循環に伴う回復モメンタムがピークアウトしてきている、各国における景気対策の効果が一巡してきているといった点が挙げられよう。また、新興国、資源国では、景気回復に伴いインフレ圧力が高まりつつあることから、利上げに転じる国が相次いでおり、一部の国では利上げの効果から回復ペー



スが鈍化してきている。とりわけ、中国においては、不動産の過熱抑制や過剰供給業種、高エネルギー消費・環境汚染業種などの生産抑制に取り組んできており、重化学工業を中心に在庫調整圧力が高まってきている。今回の金融危機からの回復の過程を振り返ると、各国の金融危機対策により金融市場や企業・家計のマインドが安定化したことに加えて、先進国の景気後退が続くなか、大規模かつ迅速な景気対策を打ち出した中国経済の復調が、各国における景気対策と相俟って、アジア諸国をはじめとした在庫調整の促進に寄与したところが大きかったのではないかと考えられる。一方、足元では、先進国の回復の動きが力強さに欠けるなか、上記のように中国経済の成長ペースが減速してきたことが、日本を含むアジア諸国に影響を及ぼしている可能性も考えられよう。こうした点を考えると、当面、輸出の増勢鈍化の動きは続く可能性が高い。この点、輸出の先行指標の動きを確認しても、米製造業ISM指数・新規受注やOECD景気先行指数、韓国や台湾の出荷・在庫バランスなどは軒並みピークアウトしており、循環的には減速局面に入ってきていることが示唆される。

国内に目を転じると、輸出や耐久財消費の持ち直しに伴い生産が持ち直すとともに、製造業との関係が深い業種を中心に非製造業にも徐々に回復の動きが波及してきた。こうした動きに、企業のコスト削減努力が相俟って、企業収益は危機前に比べて水準は低位に留まっているものの、回復の動きが続いている。一方で、設備投資や雇用の回復は遅れており、輸出を起点とする回復の動きが国内需要に波及していく動きは依然として緩慢なものに留まっている。循環的な回復局面にあるとはいえ、設備や雇用の過剰感は依然として根強く残っており、先行きに対する企業の期待成長率も低位に留まっているため、企業が得たキャッシュフローがなかなか事業拡大に向けた支出行動に結びついていかない状況といえるだろう。実際、日銀短観(6月調査)によると、10年度設備投資計画(全規模・全産業、含む土地投資額)は前年度比+0.5%となっており、今後、中小企業における計画が上方修正されていくという例年のパターンを踏まえれば、年度の着地としては前年度比プラスが見込まれる計画とはいえ、企業収益の回復が進み、かつ前年度に大規模な設備投資の調整を経た後としては慎重な計画ともいえ、前回調査からの修正率も過去平均を下回っている。雇用についても、11年度の新卒採用計画は、10年度的大幅削減計画(金融機関を含む全産業で前年度比24.0%)に続き、さらに減少計画(5.6%)でのスタートとなっている。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



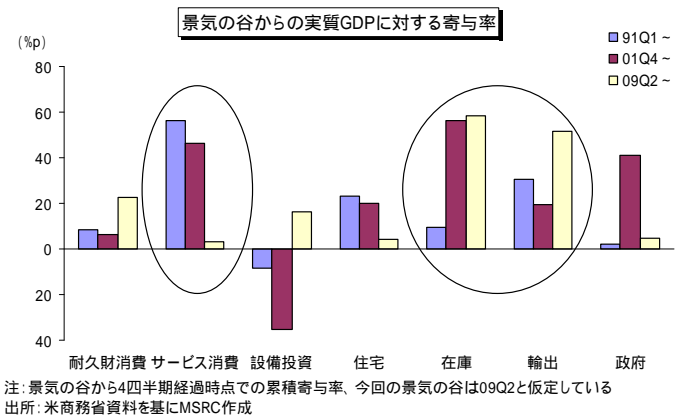
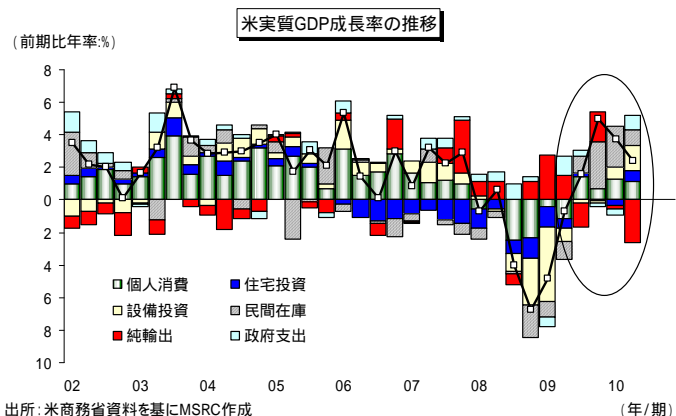
資本の不足も睨んで、雇用調整までには踏み切らなかったケースや雇用調整助成金による支援に支えられた面などもあり、人件費の調整は労働時間や賃金を中心で、雇用調整のペースは相対的に緩やかであったことから、回復に転じても、新規雇用の創出に結びつきづらいう傾向が強いという可能性が考えられよう。もとより、過剰という概念は生産水準などとの相対感であるため、生産の回復傾向が持続すれば、次第に過剰感も解消されていくという性質のものである。ただ、回復の起点となる輸出の増勢が鈍化し、政策支援による耐久財需要喚起の動きも一巡してくるなか、当面、生産活動ひいては稼働率や労働時間の回復ペースも一服してこよう。こうした点を考えると、当面、雇用や設備投資の増加を通じた内需への波及が本格的に強まっていくところまでは期待しづらい。

以上のように、当面、回復の起点となる輸出の増勢鈍化の動きが続くとみられるとともに、政策支援による耐久財の需要喚起の動きも一巡しつつあるなか、内需の回復は遅れているため、日本経済の回復ペースは鈍化していき。景気認識の際、鉱工業生産に季節調整上の問題（リーマン・ショック後の大規模な生産調整を季節性と認識した結果、実勢に比べて1-3月期の生産は強めに、4-6月期、7-9月期には弱めに出ると指摘されている）が生じている可能性がある点には留意が必要ながら、在庫循環面からの観点に加えて、エコカー補助金（9月末）、エコポイント制度（12月末）の期限を控えて、駆け込み需要とその反動も予想される10年度後半には踊り場的な局面を迎える可能性が高まってきていると考えている。

海外経済の回復を支えに、輸出を起点とする回復が継続

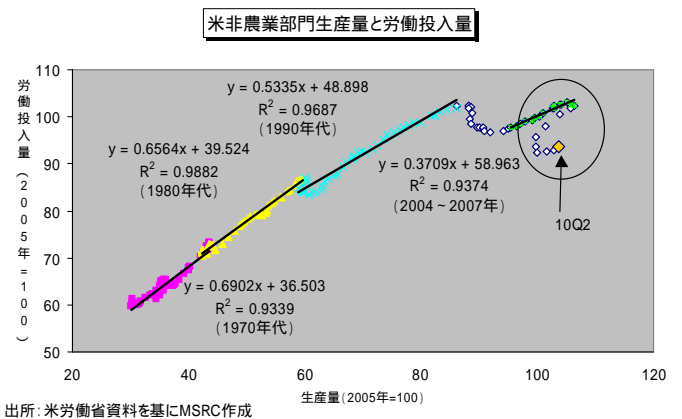
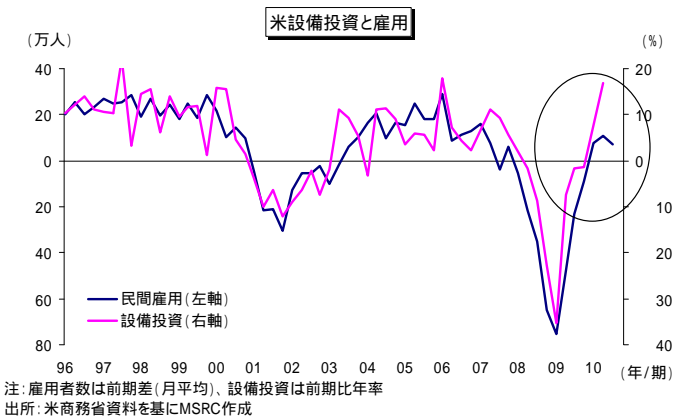
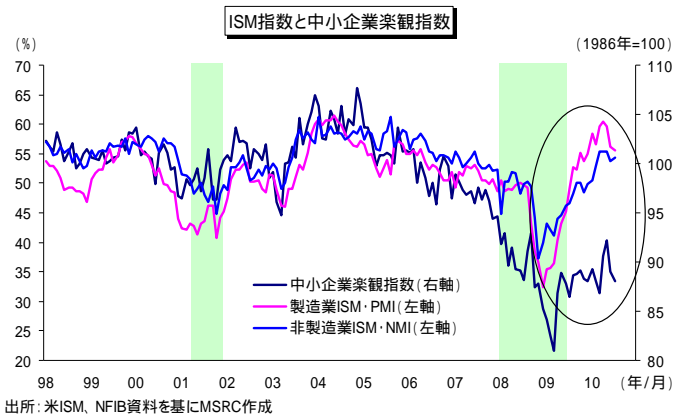
このように、10年度後半にかけての日本経済は一時的に踊り場を迎える可能性があるものの、海外経済の回復に支えられて、輸出の増加基調が維持されるとみられることから、予測期間中に回復基調が途切れるまでには至らないと考えている。

ここ最近、低調な経済指標やFOMCの景気見通しが慎重化したことなどから、米国経済に対する懸念が高まっており、確かに在庫復元や政策支援を背景とした早いペースでの回復局面は一巡してきている。また、4-6月期GDP発表の際、2007年以降の過去系列も改定されているが、注目されるのは、これまで考えられていたよりも、貯蓄率の上昇が進み、消費の回復ペースが緩やかなものに留まっていたことである。住宅バブルに至る過程で過大な債務を抱えた米国の家計が、債務返済に注力し、消費に対して慎重な姿勢を保持していたことが窺える。オバマ政権は輸出拡大による雇用創出を掲げているものの、当面の動きとして考えた場合、やはり雇用を生み出すのはサービス業であり、中小企業であろう。この点、商業用不動産問題により、地銀の破綻が相次いでいることに伴う信用収縮圧力に加えて、消費の回復ペースが緩やかなものに留まっていることが、中小企業の回復を阻害している可能性がある。また、企業収益の回復力は目覚ましいものがあるが、キャッシュフロー対比で見た場合、設備投資の回復は緩やかなものに



留まっており、企業が現時点において設備や雇用に拡大することに対して慎重である可能性も考えられる。こうした点を考えると、当面の動きとして米国経済の回復ペースが鈍化していく可能性が高いとともに、バブル崩壊の後遺症ともいえる不動産市場の低迷や信用創造の回復が遅れるも、米国経済にかつてのような復元力までは期待しづらいのかもしれない。

もっとも、このまま米国経済がダブル・ディップに陥るかのような見方は過度に悲観的のものといえよう。企業収益の回復が設備投資の持ち直しにつながっており、緩やかながら民間雇用の増加が続いていることも事実である。借り入れの増加による消費拡大という従来の行動に変化が生じた可能性は現状、否定できないが、所得の増加が支えとなり、消費も持ち直しの過程にある。このように、生産・所得・支出の好循環が緩やかながら動き始めたことに加えて、現状、在庫や資本ストック調整圧力が高まっているわけでもなく、インフレ圧力の強まりで利上げを迫られる状況には程遠い(メイン・シナリオではないが、経済見通しが異例なほど不透明なもと、FOMCでは出口政策を一旦停止しており、経済指標次第では追加緩和の可能性も考えられる。いずれにせよ、金融政策が景気回復を支援するという構図に変化が生じる可能性は低いといえよう)という点を考えると、何らかの外部ショックを想定しない限りにおいて、米国経済がダブル・ディップに陥る可能性は小さいと考えている。むしろ、昨年後半からの回復過程において急速に上昇してきた労働生産性が足元では低下しており、労働投入の増加を伴わずに生産を拡大することが難しくつつある可能性がある。労働時間に回復の余地があることやパートタイマーを一般雇用に振り替えることで対応する余地は残されているとみられるため、当面、回復ペースは緩やかなものに留まる可能性はあるが、雇用の伸びも徐々に高まっていく。雇用の増加を伴う景気回復が進展してくれば、ローンの延滞・差し押さえや空室率の改善を通じて、不動産市場の問題も徐々に改善していくであろうし、信用状況にも改善がみられるようになってこよう。実際、FRBの融資担当者サーベイによると、限界的には中小企業向けの融資基準も緩和してきている。企業が景気・業績の拡大に自信を深めていけば、蓄積されたキャッシュフローを設備投資やM&Aに振り向ける可能性もあろうし、配当や自社株買いを通じて株式市場に還元していくという可能性も考えられる。こうした点を含めて、投資家のリスク許容度が回復し、株価が上昇し

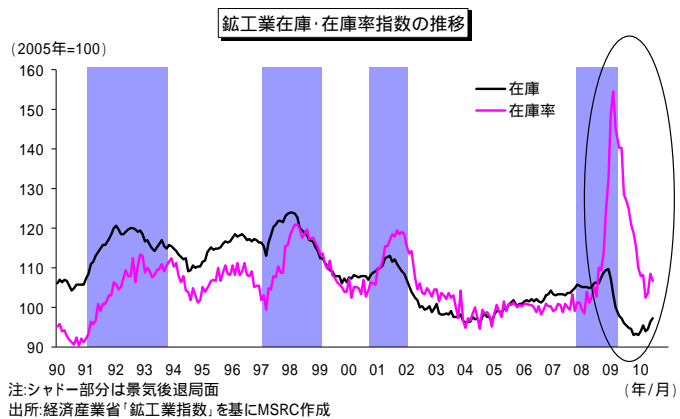


転じれば、資産効果を通じて消費が刺激されるというケースも考えられよう。こうした点から、当面の米国経済は在庫循環の一巡や政策支援の効果が薄らいでいくことで、回復ペースは鈍化していくとみられるが、来年半ば以降については、民間需要を中心に回復テンポが徐々に高まっていくと考えている。

このように米国経済の回復の動きが継続するとみられることに加えて、不動産の過熱抑制や過剰供給業種、高エネルギー消費・環境汚染業種などの生産抑制に取り組んできた中国経済は、狙い通り巡航速度での成長に落ち着いてきており、さらなる引き締めを迫られる可能性は低下している。内需が低調なもとで、財政健全化に取り組む欧州経済の低迷が続く可能性に留意が必要ながら、米国や中国の回復基調が維持されるもとであれば、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アジアをはじめとする新興国の高成長が維持されることが期待される点を併せて考えると、世界経済の回復は継続し、ひいてはわが国輸出の増加基調も維持されよう。

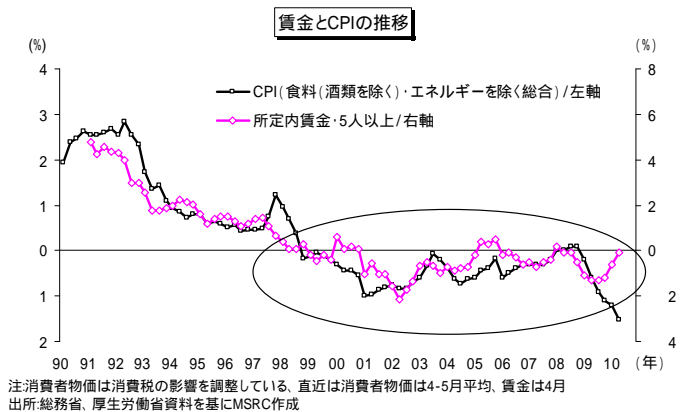
このように、回復の起点である輸出の増加基調が維持されるもとであれば、そのペースは緩慢であるとはいえ、生産や企業収益の回復が設備投資や雇用に徐々に波及していく動きが途切れるリスクは小さい。

生産水準が徐々に切り上がるにつれて、設備や雇用の過剰感も和らいでいくであろうし、企業の期待成長率も徐々に上向いていこう。また、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、予測期間中、日本経済の回復に向けた動きは継続する可能性が高いと考えている。在庫調整や中国における実質引き締め政策の一巡、米国経済の回復ペースが徐々に高まっていくことなどから、11年半ば以降の日本経済は、踊り場を脱却し、回復に向けた動きが再開しよう。留意点があるとすれば、財政健全化やバランスシート調整に取り組む先進国の回復ペースは相対的に緩やかであり、新興国の高成長が続くという展開が考えられるため、そうした状況の変化（先進国から新興国、高付加価値品からボリュームゾーンへ）に適応するために、国内生産よりも海外進出を選択するという流れが強まる可能性があり、その場合は輸出を起点とする回復の動きが想定よりも内需に波及する度合いが弱い可能性がある点である。



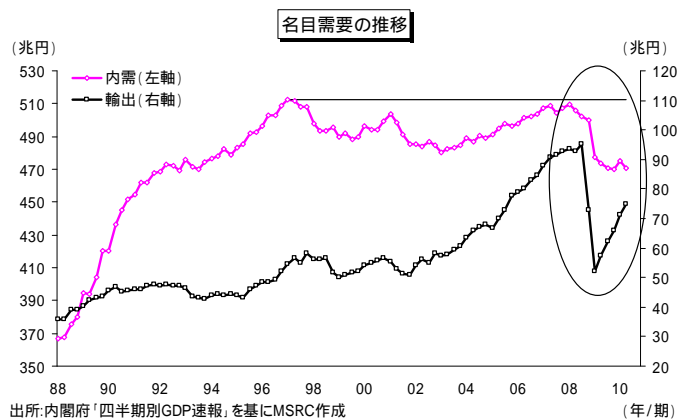
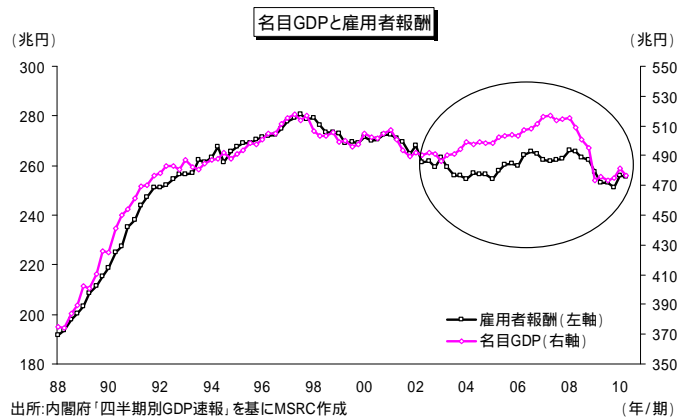
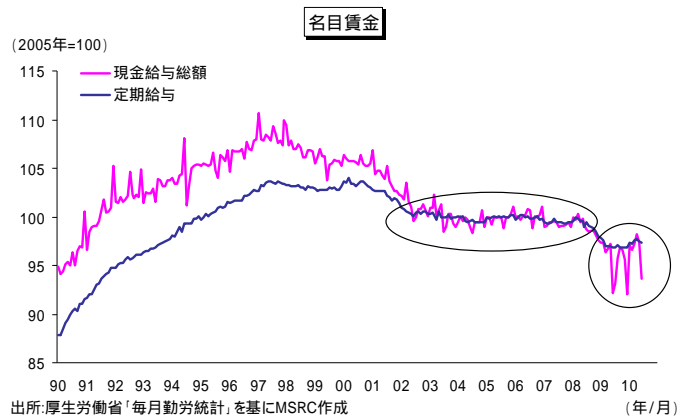
根強く残る賃金・物価のデフレ圧力

このように、MSRC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、賃金を通じて、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と判断している。賃金の持続的な増加が期待しづらい状況下では、政策支援による耐久財需要喚起の動きが一巡しつつあることもあり、個人消費の伸び悩みが続く可能性が高い。また、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、消費者物価の下落傾向が続く公算が大きく、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。



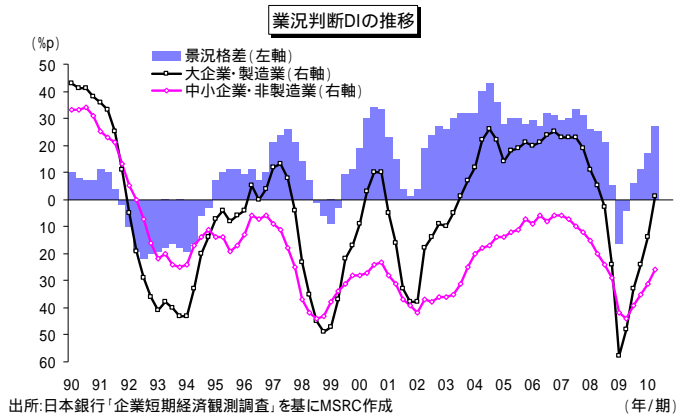
賃金の低迷が続く理由は、労働需給が緩和しているという循環的な要因に加えて、グローバル化に伴う企業間競争の激化や雇用の大半を占める中小企業の生産性低迷など構造的な要因が影響しているのではないかと考えている。02年以降における戦後最長の景気拡張期間での動きを振り返っても、相対的に良好な収益環境にある大企業でさえも、グローバル化や新興国の台頭に伴う企業間競争が厳しさを増すなかであって、固定費である賃金を抑制する姿勢は容易に解消されず、生産性の上昇が賃金の増加に結びつきづらい状況が続いた。また、当時は株主還元に対する意識が強かったことも影響している。労働コスト面で新興国に対抗するのは容易ではなく、国内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、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分野における価格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。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や研究開発支援による高付加価値化の促進などを行うほか、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、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。

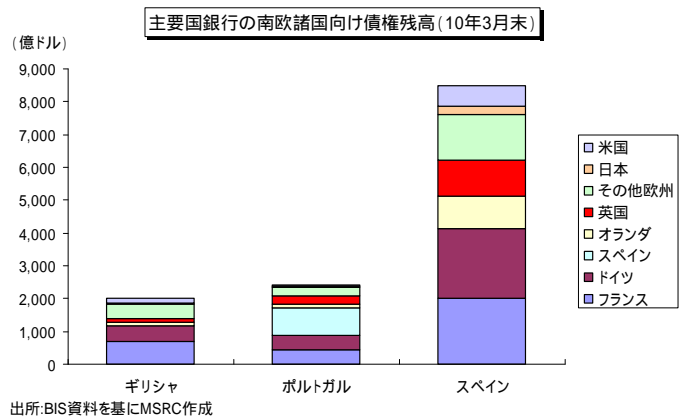
以上のように、11年度にかけての日本経済は、全体としては輸出を起点とする回復の動きが継続するものの、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもて、外需と内需、大企業と中小企業、企業部門と家計部門では回復の動きに濃淡が表れやすいという姿を前回予測に続き想定した。02年春からの前回の回復局面と同様、今回の回復の牽引役も、海外経済の成長を享受できる大企業・製造業となる一方、家計部門にとっては実感なき回復の動きが継続することになろう。資源に乏しく、人口減少下にある日本が成長するためには、外需の取り込みが不可欠であり、問題は、外需を取り込む力の強化とそれによって得られた所得をいかに国内の成長に結び付けていくかという点にある。この点、政府は6月に新成長戦略を取りまとめ、日銀は成長基盤強化に向けた取り組みを金融面から支援する呼び水となるために「成長基盤強化を支援するための資金供給の枠組み」を導入したところであるが、企業や家計の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、支出を促すような施策を着実に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、注目される点である。



上振れ、下振れ要因に引き続き留意

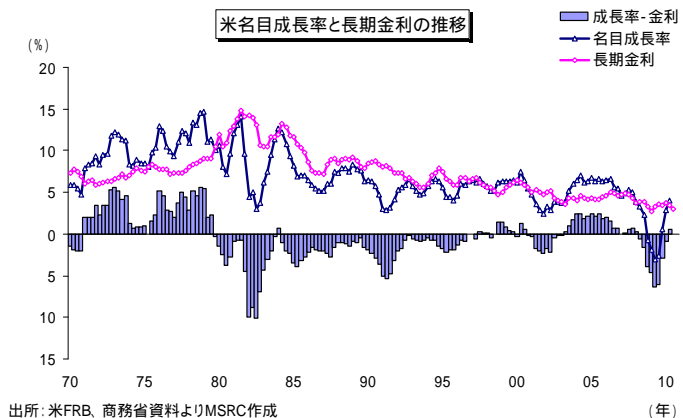
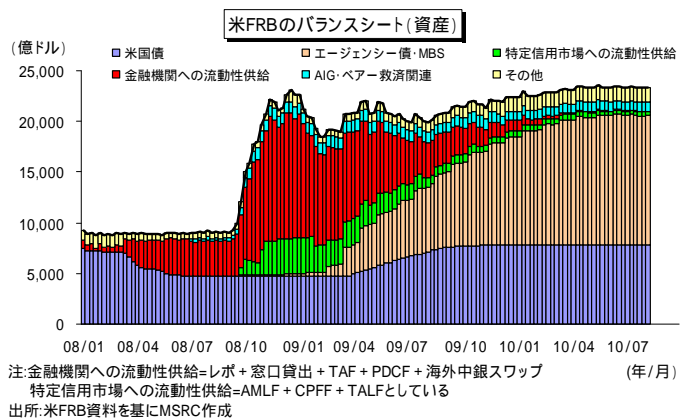
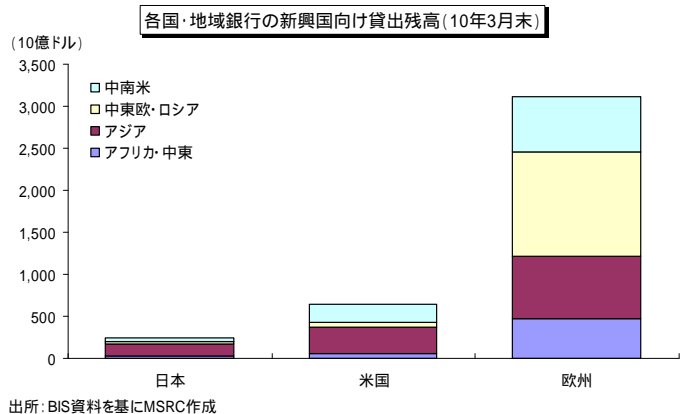
11年度にかけての日本経済については、基本的には上記のような姿を想定している。ただし、上記見通しから上振れ・下振れする可能性にも引き続き注意が必要であろう。主な点としては、米国および中国経済の動向、欧州における緊縮財政がデフレ圧力をもたらし、結果として財政健全化が進まないとともに、金融不安が再燃する可能性、先進国における金融緩和の長期化とマネーフローの行方（新興国経済や資産・資源価格への影響）、内外の成長スピードの格差やコスト競争力の確保、政策の停滞などから、企業が海外での投資に注力する結果、輸出の増加が設備投資や雇用などへ想定ほど波及しないリスクなどに注意が必要と考えている。

このうち、については、ユーロ圏加盟国および IMF によるギリシャ向け融資の決定や 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など一連の対応策が打ち出されたのに続き、金融機関に対するストレステストも、ヘアカットの甘さや銀行保有勘定にはヘアカットを適用しないなどの批判も残るものの、結果としては波乱無く通過し、透明性の向上にもつながったことで、ソブリンリスクを巡る不安心理は和らいできたとみられる。ただ、これらは市場の不安心理を沈静化させることに成功したものの、債務返済能力を巡る懸念を払拭するような性格のものではない。足元、4-6 月期の GDP の動きをみると、海外経済の回復とユーロ安を梃子にドイツでは東西統合以来、最大の高成長となる



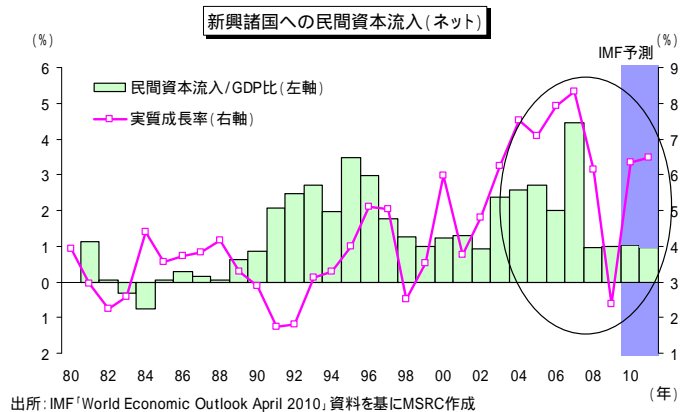
一方、スペイン、ポルトガルの回復は遅れており、ギリシャでマイナス成長が続くなど、域内での回復の動きはバラツキが大きいものとなっている。また、海外経済の回復ペースが鈍化してくるうえ、雇用情勢はなお厳しく、信用収縮圧力も残るなかで、当期の高成長が持続可能とも考えづらい。こうしたなか、2011年はドイツなど経常黒字国でも緊縮財政にシフトする計画となっており、財政再建に伴うデフレ圧力に晒されるとともに、輸出競争力に乏しいギリシャは回復の糸口がつかみづらい。このため、名目GDP成長率や税収の回復、ひいては財政再建の実現性に疑問符が付くのは否めない。12年までにデフォルトに陥る可能性は現実には相当程度低いわけであるが、仮に、ギリシャの財政健全化に向けた取り組みが計画通りに進展せず、金融不安が再燃した場合、ドイツやフランスなど中核国の金融機関に問題が波及するリスクがある。この場合、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欧州のみならず、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。また、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実体経済に及ぼす影響についても注意が必要である。

他方、景気回復の動きが継続し、投資家のリスク許容度が回復した場合、再びマネーフローが活発化し、新興国経済の過熱や資産・資源価格に上昇圧力がもたらされる可能性も念頭に置く必要があると考えている。米国と欧州で程度の差はあるとはいえ、先進国は概ね財政健全化の方向に向かわざるを得なくなっており、その間の政策の組み合わせとして、金融緩和状態が長期化する可能性がある。ただし、日本はもとより、最近では米国でも民間資金需要が低迷(家計の債務返済と企業のキャッシュフローの蓄積)しているほか、欧州は金融機関の不良債権処理が相対的に遅れているため信用収縮圧力が残るとみられることから、実体経済に金融緩和の効果が波及しづらくなっている。この場合、長期金利の上昇が抑制されるとともに、リスク資産への資金流入が再び活発化する可能性がある。この場合は株価上昇などの資産効果が先進国、とりわけ米国の消費にとってプラスとなる可能性がある。また、先進国の回復が遅れる一方、新興国、資源国ではインフレ圧力の強まりがみられてきていることもあり、利上げに転じる国が増えてきている。このような景況感、金



利格差が新興国への資金流入を招いた場合、利上げによる引き締め効果を減じる結果となり、経済の過熱をもたらす可能性が考えられる。この場合、短期的には先進国からの新興国向け輸出を支援することになるが、いずれは新興国のオーバーキルを招くリスクもある点には注意が必要であろう。また、エネルギー効率の悪い新興国における過熱が資源価格の上昇をもたらし、先進国、とりわけ資源や食料を海外に依存する度合いの高い日本にとって交易条件の悪化を通じて、所得の海外流出が内需の圧迫をもたらす可能性にも注意が必要である。このように、いくつかのケースが考えられるものの、先進国における緩和的な金融環境が長期化する可能性が出てくることに加え、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には今後とも注意が必要であろう。

以上、当面の注目点として、欧州財政、金融問題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 (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	0.6	0.6	0.4	1.4	0.9	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	1.1	3.6	0.2	1.2
実質GDP	2.5	0.3	1.0	1.1	0.1	0.4	0.1	0.0	0.5	0.6	0.7	0.8	1.9	1.7	1.6
(前期比年率)	10.4	1.0	4.1	4.4	0.4	1.8	0.2	0.1	1.8	2.5	2.7	3.1			
*国内需要	0.4	0.5	0.4	0.5	0.2	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	2.3	0.5	0.9
*民間需要	0.0	0.4	0.3	0.4	0.1	0.5	0.1	0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	3.0	0.7	1.0
民間最終消費支出	1.3	0.6	0.7	0.5	0.0	0.5	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7	1.2	0.4
民間住宅	9.6	7.2	2.9	0.3	1.3	0.9	1.2	1.5	1.8	1.9	1.4	1.2	18.5	3.9	5.9
民間企業設備	4.8	1.8	1.5	0.6	0.5	1.0	0.8	0.6	0.9	1.4	1.9	2.0	15.3	2.6	4.7
*民間在庫品増加	0.2	0.3	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.2	0.0
*公的需要	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.2	0.1
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.7	1.2	0.8
公的固定資本形成	9.5	1.8	1.3	1.2	3.4	3.5	3.0	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	9.3	9.9	6.3
*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	2.1	0.2	0.6	0.6	0.3	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	1.2	0.7
財貨・サービスの輸出	10.4	8.5	5.7	7.0	5.9	2.0	0.9	0.4	2.3	2.6	2.9	3.0	9.5	18.9	8.0
財貨・サービスの輸入	5.0	6.3	1.5	3.0	4.3	1.9	0.5	0.2	0.7	1.3	1.9	2.0	11.8	10.9	4.1
GDPデフレーター	0.6	0.7	2.8	2.8	1.8	1.7	1.3	1.3	0.5	0.4	0.4	0.3	1.7	1.5	0.4

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MSRC作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	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 (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	27.4	19.4	4.3	27.5	21.0	15.2	8.3	1.4	0.7	1.8	3.8	5.2	8.9	10.9	2.9
(前期比)	6.5	5.3	5.9	7.0	1.5	0.2	0.5	0.2	0.9	1.2	1.4	1.5			
国内企業物価	5.5	8.3	5.2	1.7	0.2	0.0	0.6	0.4	0.3	0.7	0.7	0.9	5.3	0.3	0.6
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.2	0.9	0.5	0.4	0.1	0.1	0.4	0.3	1.6	0.8	0.2
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.2	4.9	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	5.2	5.2	4.9
名目雇用者報酬	4.6	3.8	4.5	0.2	0.9	0.7	1.3	1.0	0.6	0.0	0.4	1.2	3.5	0.6	0.2
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	83.7	76.0	77.0	80.0	82.0	83.5	85.0	88.0	90.0	77.5	78.6	86.5
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	5.0	3.5	4.4	3.7	5.0	4.6	5.3	4.1	5.3	15.8	16.6	19.3
政策金利(無担保コールロ/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	1.27	1.00	1.10	1.20	1.30	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MSRC作成

【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/>