

2010/2011 内外マクロ経済予測 &lt; 日本 &gt;

2010年11月19日  
広告審査番号 MFB151-101119  
MSRC 審査番号 06-A-101119**短期的な調整を経て、外需を起点とする回復軌道に復帰**

投資調査部 宮川 憲央

**ポイント**

- 10年7-9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、10、11年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年9月13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+1.5%(同+1.5%)となった。技術的な要因などにより、10年度の成長率は上方修正となっているものの、先行きについては、7-9月期の実績上振れが一時的な要因に起因するものであるため、その反動を見込む形で、10年10-12月期の予測を下方修正した点を除けば、概ね前回予測時点の見方を踏襲している。
- 当面の日本経済については、輸出の減速や駆け込み需要の反動などから生産調整局面を迎え、10年10-12月期はマイナス成長に転落する可能性が高い。しかしながら、輸出の増加基調が維持されるなか、緩やかながらも回復の動きが内需へと波及してきており、在庫調整圧力も限定的であるため、生産調整は短期的な動きに留まり、回復基調が途絶える可能性は低いと考えている。11年半ば以降については、内外における在庫調整が一巡するとともに、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、日本経済の回復モメンタムは再び高まっていく。
- 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、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るなか、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る可能性が高いと判断している。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。
- 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+2.5%、11年度+1.5%と予想**

10年7-9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、10、11年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年9月13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+1.5%(同+1.5%)となった。前回予測に比べると、10年度の成長率は上方修正となっている。ただし、主な上方修正の背景は、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)が上方修正となったという技術的な要因のほか、10年7-9月期GDPの実績が前回予測時点の想定を上回ったことによるものである。先行きについては、7-9月期の実績上振れが下記のような一時的な要因に起因するものであるため、その反動を見込む形で、10年10-12月期の予測を下方修正した点を除けば、概ね前回予測時点の見方を踏襲している。

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=80円、原油入着価格は1バレル=85ドル、財政政策は、「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策～円高、デフレへの緊急対応～」に基づいて打ち出された2つの対策を織り込み、11年度は概算要求や中期財政フレームの方針に基づく、金融政策は、予測期間中、現行の包括緩和政策を維持。

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、一段と円高圧力が強まるなど下振れリスクが高まる場合や、デフレ脱却に向けた動きが政府の目標や日銀の想定に比べて遅れていると判断される場合には、資産買入れ基金の金額規模の増額や買入対象資産の拡大など

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。

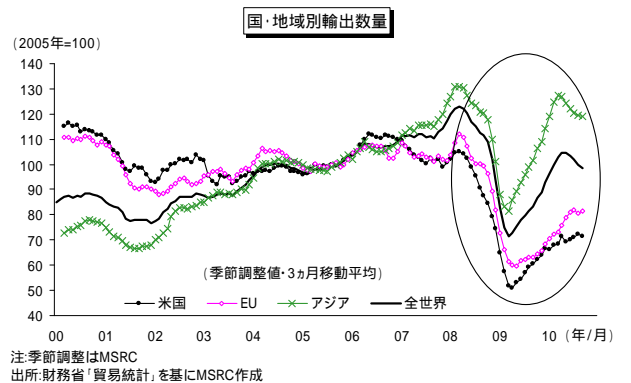
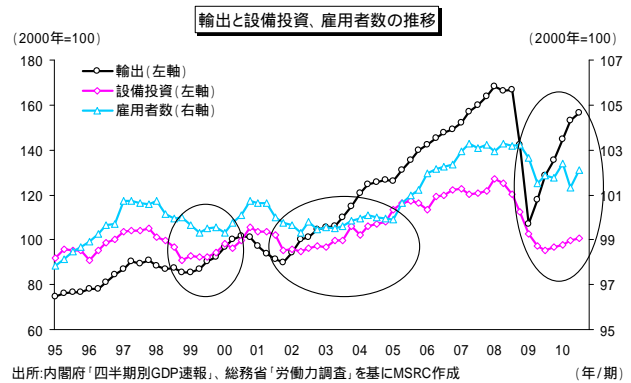
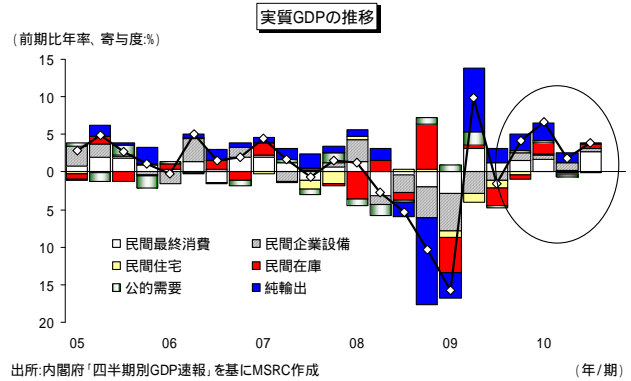
により、追加的な緩和政策が検討される可能性も考えられよう。

**短期の生産調整を経て、輸出を起点とする回復へ**

10年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%となった。需要項目ごとの内訳をみると、回復の起点となる輸出の増勢が鈍化してきており、設備投資の回復ペースが緩やかなものに留まるなど、内需への波及も依然として緩慢であるものの、エコカー補助金の終了や10月のたばこ値上げを控えた駆け込み需要の顕在化や猛暑によるエアコンなどの販売好調といった一時的な要因によって、個人消費が大幅に増加したことが当期の成長に寄与したなどといった点が確認される結果となっている。基調としてみれば、日本経済は、これまでの回復を牽引してきた輸出の増勢が鈍化してきている一方、こうした動きを支えられた生産、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、回復ペースが減速してきているといえよう。当期の高成長はあくまで一時的な要因によるものといえる。

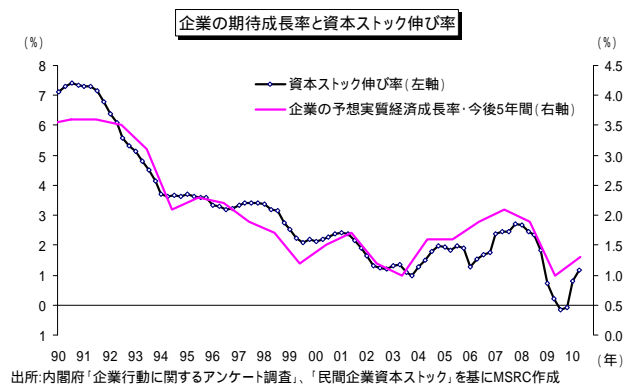
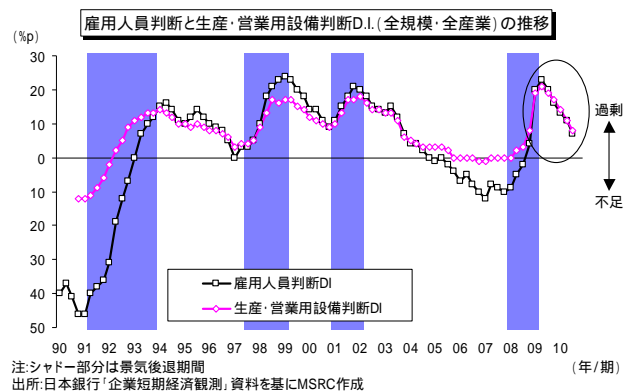
当面の日本経済については、輸出の減速や駆け込み需要の反動などから生産調整局面を迎え、10年10-12月期はマイナス成長に転落する可能性が高い。しかしながら、米国や中国をはじめとする海外経済の回復基調が維持されるもとの、回復の起点となる輸出の増加基調が続く可能性が高いとみられること、輸出の増加基調が維持されるもとのであれば、そのペースは緩慢であるとはいえ、生産や企業収益の回復が設備投資や雇用に徐々に波及していく動きが途切れるリスクは小さく、再び調整圧力が強まるとまでは考えづらいこと、このように最終需要の増加基調が維持されるもとのであれば、在庫の積み上がりが限定的であるため、生産調整も短期的な動きに留まるとみられることなどから、回復基調が途絶える可能性は低いと考えている。11年半ば以降については、内外における在庫調整が一巡するとともに、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、日本経済の回復モメンタムは再び高まっていく。

足元までの動きについて、まず、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。また、商品別の動きとしては、一般機械は引き続き底堅く推移している一方、輸送用機器や電気機器（とりわけ、半導体等電子部品や電気回路等の機器など）のほか、化学製品、鉄鋼、非鉄金属などの素材関連では増勢鈍化の動きが明確になってきている。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いる、各国における景気対策の効果が一巡してきているなどから、米国やアジア各国をはじめとする海外経済



の回復ペースが鈍化してきている点が挙げられよう。また、この間の急速な円高の進行が、価格競争力の低下を通じて、既に足元の輸出にも影響を及ぼした可能性も考えられるものの、円高の影響が数量面に波及してくるまでには一定のタイムラグが存在するため、こうした影響は今後とも輸出の増勢を抑制する方向に作用するとみられる。もっとも、輸出への影響という点で考えれば、為替変動など価格要因は、所得要因に比べて影響度が小さく、輸出の先行きを考える上で鍵を握るのは海外経済の動向といえよう。円高の影響で注視すべきは、収益の悪化に伴うコスト削減圧力の再燃や先行きに対する企業マインドが慎重化することで設備投資の回復が抑制されるといった内需への影響、さらには足元の円高水準が長期化した場合、生産拠点の海外移管など、企業の海外進出の動きを助長しかねないという点と考えている。

このように、足元では増加ペースが減速しているとはいえ、輸出が牽引する形で生産は持ち直しの動きとなり、企業のコスト削減努力も相ま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。他方で、こうした生産や企業収益の回復が設備投資や雇用へと波及していく動きは引き続き緩やかなものに留まっている。日銀短観（9月調査）における設備投資計画を確認しても、前回調査から特に設備投資意欲が高まったという姿は窺えず、今年度の設備投資の回復が緩やかなものに留まるという見方に変更を迫るものではなかった。こうした動きの背景としては、設備や雇用の過剰感が依然として解消されておらず、先行きに対する期待成長率も低位に留まっているという点が考えられよう。足元の設備や雇用が過剰であると感じている上に、先行きに対しても慎重な見方を崩していないとすれば、企業が設備投資や雇用を拡大することは期待しづらい。当面の動きとしても、循環的な減速の動きを受けて、設備稼働率や所定外労働時間の改善が頭打ちとなってきていることに加えて、急速な円高の進行など事業環境に対する不透明感が高い状況にあることから、設備投資や雇用の回復ペースが強まってくるまでにはなおしばらく時間を要する可能性が高い。

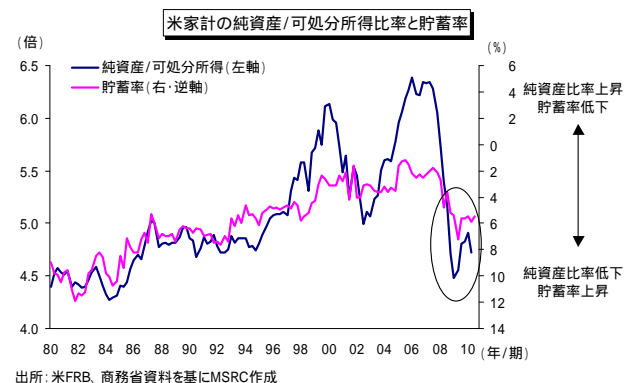
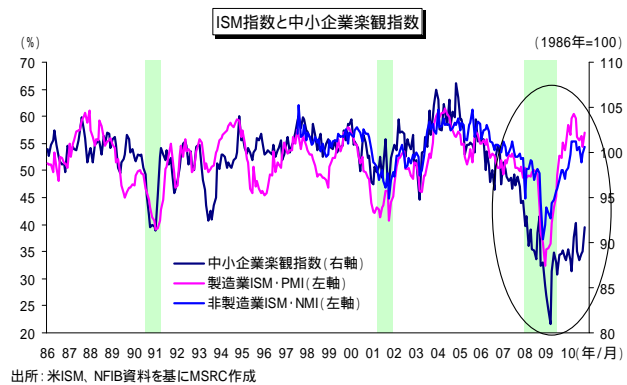
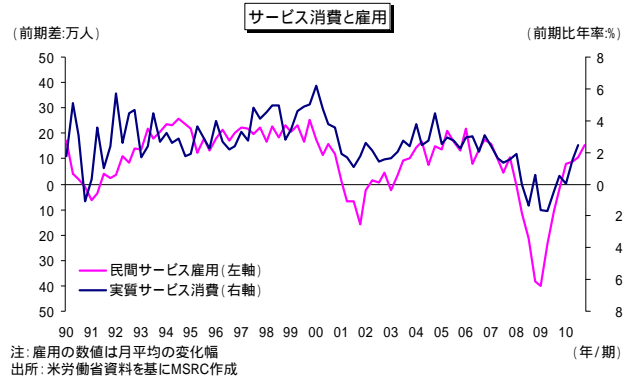


このように現状を確認すると、内需が自律的に回復していく姿が当面は展望しづらい以上、先行きを考える上で鍵を握るのは、やはり回復の起点となる輸出、ひいては海外経済の動向となろう。そこで、海外経済についてみると、上記のように循環的に回復ペースが鈍化してきているとはいえ、アジアをはじめとする新興国が高めの成長を維持するとともに、米国や欧州も緩やかながら回復の動きが続くとみられる。こうした海外経済の回復の動きに支えられて、わが国の輸出も増加基調が維持されよう。

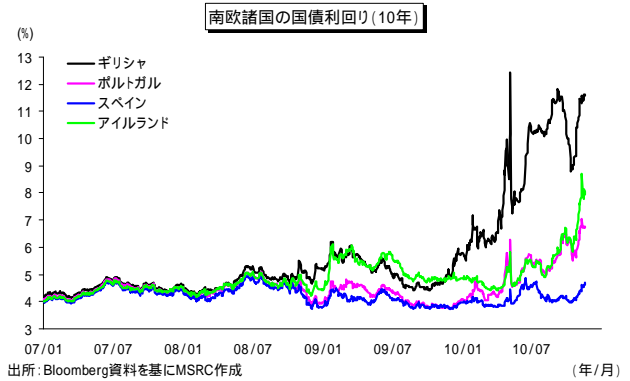
海外経済を考える上で鍵を握るのは、米国経済の動向であろう。確かに、新興国は所得水準の向上やインフラ整備の進展などを背景に内需主導で高めの成長を達成しているものの、世界的に貿易・金融面の結びつきが強まるなか、米国経済が変調をきたせば、新興国への影響も避けられないという点はリーマン・ショック後の展開でも確認されたところである。裏を返せば、米国が低成長ながらも安定を維持していれば、新興国を牽引役とした世界経済の成長が期待できることになる。

そこで、米国経済についてみると、在庫復元や政策支援を背景とした速いペースでの回復局面は一巡しているものの、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基調も続いている。雇用・所得環境が改善に向かうなかで、貯蓄率の上昇にも歯止めが掛かってきており、個人消費、特にサービス消費が緩やかに伸びを高めている点も明るい動きである。このように、生産・所得・支出の循環が動き始めているなか、在庫や資本ストック、労働コストの調整圧力は限定的であり、金融政策も緩和的な状況が維持される可能性が高いことを考えると、何らかの外部ショックが生じないことを前提とすれば、米国経済が二番底に陥るような可能性は限定的といえる。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ている点が回復の動きを制約している面はあるものの、住宅ローンの延滞率は高水準ながら一段の上昇には歯止めが掛かってきているほか、限界的には銀行の融資基準が改善してきており、商工業向け貸出の減少に歯止めが掛かりつつあるなど、回復の足を引っ張る度合いは低減している。このように、雇用の増加を伴う景気回復の動きが徐々に景気遅行的な部分にも波及し、構造的な問題の改善にもつながりつつあることで、米国は民間需要へのバトンタッチを進めながら、緩やかな回復を続ける可能性が高い。また、企業が先行きに慎重な面を残しているため、設備投資がキャッシュフローの水準を下回っており、労働分配率は過去最低の水準となるなど、設備投資や雇用者報酬の回復は企業収益対比で相対的に緩やかといえる。仮に、何らかのきっかけで企業マインドが好転した場合（例えば、政策に対する不透明感の緩和など）には、上記のように、企業は設備投資や労働コストの調整が一巡し、潤沢なキャッシュを抱えている状況であるため、設備投資や雇用の拡大、M&A、株主還元の活発化など、支出行動に前向きな変化が生じる可能性も考えられる。FRB の追加緩和政策（以下、QE2）期待がもたらした株価の上昇が、資産効果を通じて消費の回復に寄与するかどうかという点も含めて、当面は企業・家計のマインドの動向に注目しておきたい。

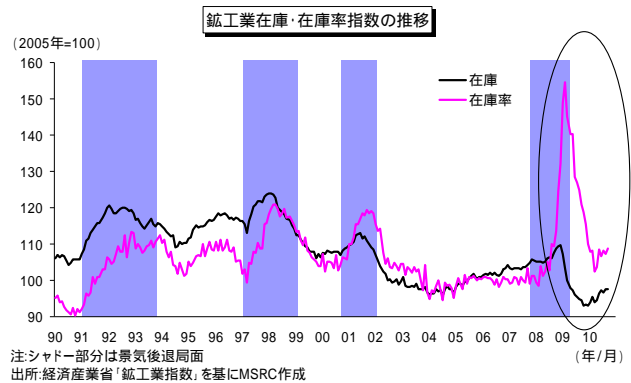
このように、米国経済の回復基調が継続するもとの、新興国を中心とする世界経済の回復の動きが継続し、ひいては日本の輸出増加基調が維持される可能性が高いと考えている。とりわけ、日本経済の牽引役としての存在感を増している中国については、資金流入に伴う資産価格の上昇やインフレ圧力などへの対応の行方に注意が必要ながらも、輸出に加えて、都市化の進展や所得水準の向上などに基づく旺盛な内需を背景に高めの成長が続く可能性が高く、こうした動きは周辺アジア諸国や資源国などにも波及しよう。



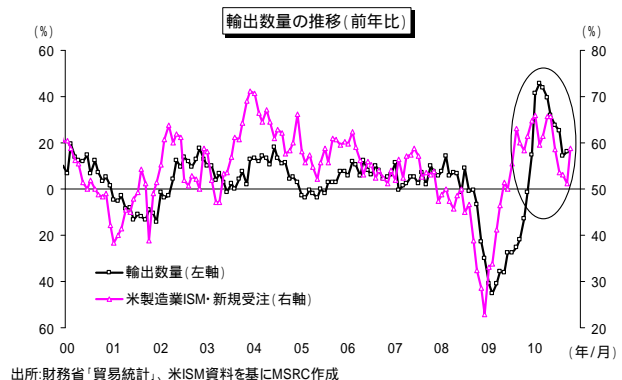
欧州については、財政健全化やバランスシート調整圧力などバブル崩壊の後遺症が重石となり、独仏など中核国と南欧諸国など周縁国との二極化傾向が残るなか、足元では、3年間の時限措置である欧州金融安定ファシリティ（EESF）にかわる恒久的な融資制度の創設に関して、ドイツが民間投資家の負担にも言及したこと（その後、2013年半ばまでの発行分については民間投資家に負担を求めない旨の欧州5カ国の財務相による共同声明が発表された）やアイルランドの信用不安の高まりを受けて、周縁国とドイツとの国債利回りスプレッドが再び拡大する動きがみられているように、緊縮財政が景気に及ぼす影響や財政再建計画の実現性、ソブリンリスク・金融不安の再燃には引き続き警戒が怠れない状態が続いている。ただし、EESFの創設やECBによる流動性供給・国債買入れなど当座のセーフティネットは整備されているなか、新興国の成長や米国の回復に支えられ、ドイツを牽引役に緩やかな回復の動きは維持されるとみられることから、折に触れて債務返済能力に対する懸念が再燃する可能性は燻るものの、10年春先にかけてみられたようなリスク回避の動きの強まりにより、世界経済にネガティブなインパクトを及ぼす可能性は低減してきていると考えている。



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の、在庫の積み上がりが限定的なものに留まっているから、当面予想される生産調整も短期的な動きに留まる可能性が高い。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。留意点があるとすれば、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。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続いており、足元の円高はそうした傾向を助長しかねないため、こうした動きには注意が必要であろう。



また、景気回復のモメンタムという観点でいえば、内外における在庫調整の一巡や米国経済の回復ペースが徐々に高まっていくこと、12年の共産党大会を控えて中国地方政府の開発意欲が高まる可能性があることなどから、11年半ば以降は、再び回復モメン



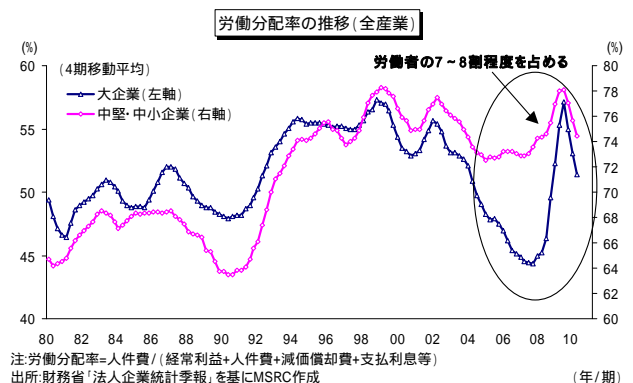
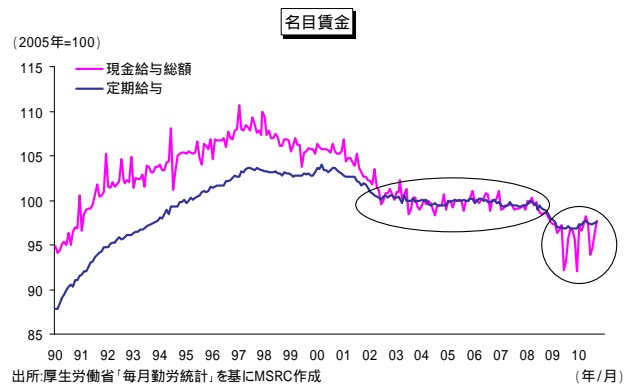
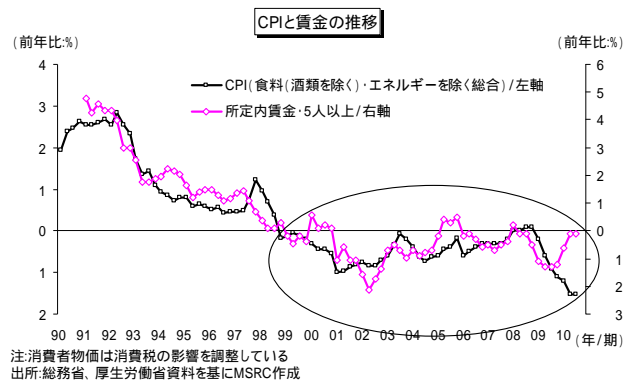
タムが高まる局面を迎えると想定している。こうした見方については、現状、OECD 景気先行指数やアジアの出荷・在庫バランスなどは引き続き循環的な回復モメンタムの鈍化を示唆しているものの、10 月は米製造業 ISM 指数(新規受注)をはじめ、中国やユーロ圏でも PMI が改善するといった明るい兆しもみられた。既に中国経済は、不動産市場の過熱やインフレ圧力の高まりと裏腹という面はあるものの、7-9 月期には景気減速の動きに歯止めが掛かってきている模様であり、米国でも 10 月は ISM 指数や自動車販売の改善、雇用の増加ペースが上向くといった動きがみられている。こうした動きが継続するかどうか、当面の動きを注目しておきたい。

**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く、賃金・物価のデフレ圧力は根強く残ると判断している。消費者物価の動きとしては、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、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(11 年 8 月に予定されている消費者物価指数の基準改定の影響は考慮していない)。

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や産業構造の高度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



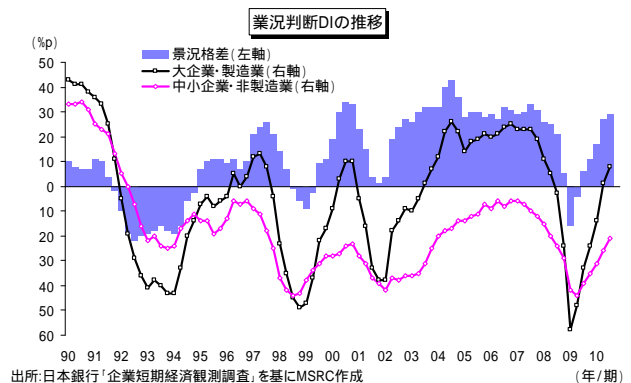
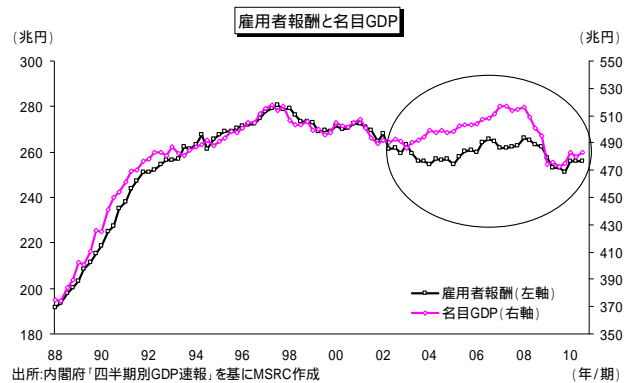
レ)などが重石となっており、収益力や生産性が低迷していることから、賃金を引き上げる余力に乏しくなっている。つまり、分配をしたくとも、分配すべきパイを拡大することができなかったということではないかと考えている。中小企業・非製造業の賃金が上昇するためには、個人消費を軸とする内需の活性化が不可欠であるが、そのためには賃金の持続的な上昇が必要(その他、雇用や社会保障などの将来不安を解消して、安心してお金を使う環境を整えることも必要と考えられる)というジレンマ的な局面をいまだに脱却できていないということではないかと考えている。

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ことに加えて、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、規制緩和などを通じた医療・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や新たな産業の担い手となる起業促進のための環境整備を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。ただし、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。この点、法人税率の引下げやFTA・EPAの推進、規制緩和など、企業や家計の成長期待を高めることで、支出を促すような成長戦略を着実に実行に移す政治の強いリーダーシップが期待される場所である。

### 上振れ、下振れ要因に引き続き留意

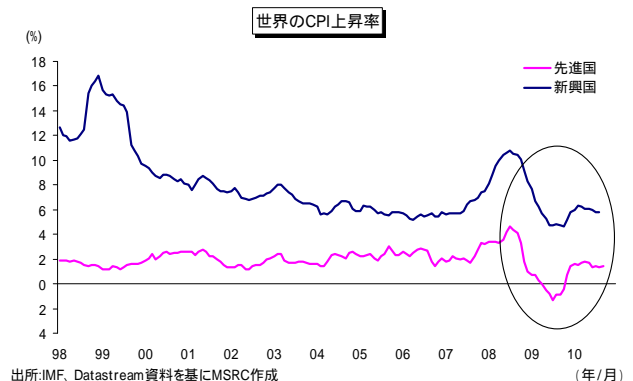
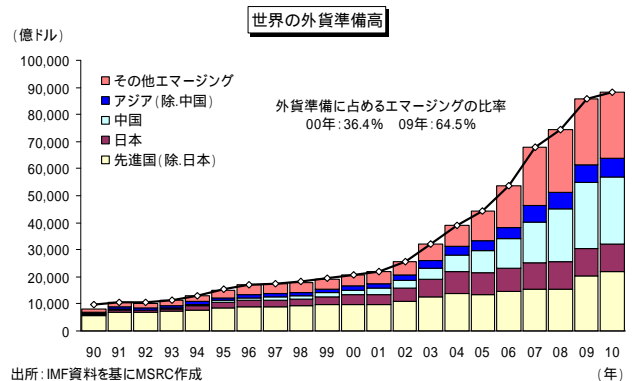
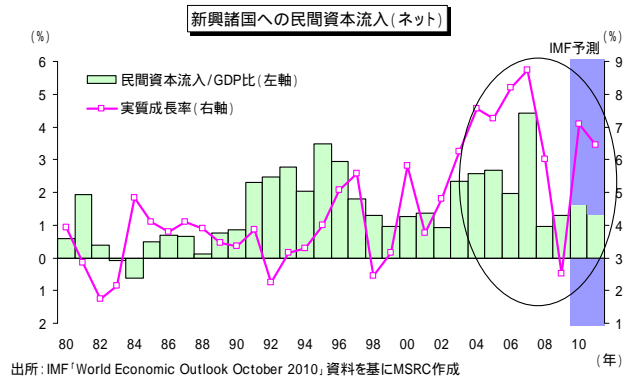
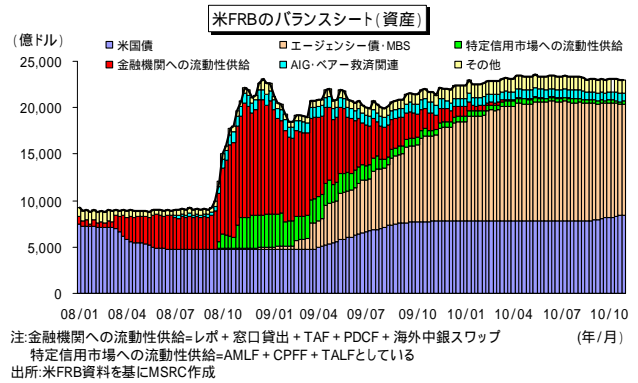
11年度にかけての日本経済については、基本的には上記のような姿を想定している。ただし、上記見通しから上振れ・下振れする可能性にも引き続き注意が必要であろう。主な点としては、米国経済の動向(FRBの追加金融緩和による資産効果や企業・家計のマインドの動向など)、中国経済の動向(過剰流動性対応の舵取り)、欧州における緊縮財政の影響や金融不安が再燃する可能性、先進国における金融緩和とマネーフローの行方(新興国経済や資産・資源価格への影響)、内外の成長スピードの格差やコ



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。

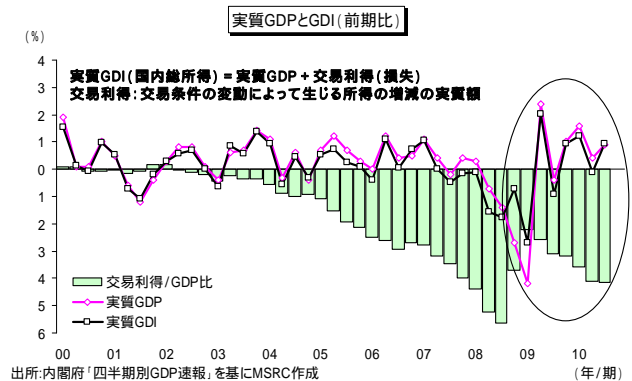
このうち、  
、  
に関しては、概ね同様の要因を背景としている。すなわち、先進国では失業率の高止まりとデフインフレ傾向が続くとみられるなか、財政政策の余力も乏しくなっているため、米国のQE2をはじめ金融緩和的な状況が続く可能性が高い一方で、バランスシート調整圧力や企業が潤沢なキャッシュを抱えるなかで、民間の資金需要が高まりづらく、实体经济に金融緩和の効果が波及しづらくなっている。他方で、新興国は相対的に成長期待が強く、金利も高水準であるため、利回りを追及する資金が新興国に流入しやすいという点である。この点は、前回予測時点でもリスク要因として注視していたが、QE2の実施観測が強まって以降、既にそうした動きが顕在化している。いわば、新興国は高成長を維持しており、インフレ圧力が高まりつつあるにもかかわらず、先進国の金融緩和効果がマネーフローを通じて、先進国よりもむしろ新興国に及んでしまっている状況といえる。こうした資本流入圧力がもたらす過剰流動性懸念や通貨高圧力に対抗するため、例えば中国では、景気減速に歯止めが掛かってきたとみられる一方、不動産市場が再び活発化してきたほか、インフレ圧力も高まってきたことから、10/19には2年10ヵ月ぶりとなる利上げが打ち出されたほか、11/10には預金準備率も引き上げられた。

問題は、中国に限らず、過熱を抑制するために利上げを実施しても、それがさらなる資本流入を招来し、政策による引き締め効果を殺いでしまうというジレンマを有している点にあり、とりわけ介入などで為替レートの上昇を抑制している場合は、国内の過剰流動性につながる恐れがある。ブラジルなど資本規制で対応しているケースもみられるものの、こうした資本流入に対する政策の舵取り次第では、短期的には大量の資本流入が新興国の成長を促進し、先進国からの新興国向け輸出を支援する可能性も考えられる一方で、上記のように引き締めの効果が発揮されない場合（この点では、通貨高を懸念して利上げが遅れるケースも考えられよう）は、いずれ景気の過熱やインフレをもたらすとともに、最終的にはオーバーキルを招くなど、経済の振幅をもたらしかねないリスクも考えられる点には注意したいとこ



るである。また、この点については、米国経済が想定ほど改善せず、QE2の期限を迎える11年6月以降、再び追加の金融緩和を実施する展開となった場合、一段と資本流入が加速する可能性が考えられるほか、短期的には想定されないが、先進国の金融政策が引き締め方向に転じた場合、急速な資本流出に直面するという可能性も考えられる。

また、資源を大量に消費する新興国における成長や過剰流動性が資源や食料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きていることに加え、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、先進国の金融緩和と新興国への資本流入圧力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 (実)	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	0.3	0.6	0.4	1.7	0.7	0.7	0.6	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	3.6	0.9	0.8
実質GDP	2.4	0.4	1.0	1.6	0.4	0.9	0.6	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8	1.8	2.5	1.5
(前期比年率)	9.9	1.5	4.2	6.6	1.8	3.9	2.4	0.9	1.8	2.2	2.9	3.1			
*国内需要	0.3	0.9	0.5	1.0	0.1	0.9	0.6	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	2.3	1.4	0.9
*民間需要	0.2	0.8	0.4	0.9	0.2	0.9	0.6	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	3.0	1.4	0.9
民間最終消費支出	1.3	0.5	0.7	0.7	0.1	1.1	1.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.8	1.3	0.3
民間住宅	9.2	8.3	3.5	2.0	0.8	1.3	1.6	1.3	1.4	1.7	1.4	1.2	18.4	1.1	5.9
民間企業設備	5.0	2.1	1.7	1.0	1.8	0.8	1.2	0.6	0.8	1.1	1.8	2.1	15.3	4.4	4.5
*民間在庫品増加	0.1	0.6	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.5	0.1	0.0
*公的需要	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.7	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.1	0.2	0.6	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.7	1.1	0.8
公的固定資本形成	9.1	2.1	1.0	0.7	2.3	0.6	3.0	1.0	2.0	3.0	2.5	2.0	9.3	5.3	3.1
*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	2.1	0.5	0.5	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	1.1	0.6
財貨・サービスの輸出	10.1	9.3	5.1	7.0	5.6	2.4	1.1	0.9	1.9	2.5	3.0	3.2	9.5	19.2	8.2
財貨・サービスの輸入	5.4	5.2	1.4	3.2	4.0	2.7	0.9	0.7	0.8	1.1	1.8	2.0	12.2	11.5	4.8
GDPデフレーター	0.5	0.7	2.9	3.0	1.8	2.0	1.3	1.3	0.4	0.6	0.8	0.8	1.8	1.6	0.7

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 (実)	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	13.5	2.5	2.7	3.3	0.5	5.1	5.0	8.9	7.8	1.5
(前期比)	6.5	5.3	5.9	7.0	1.5	1.8	4.0	1.7	0.8	1.1	1.4	1.6			
国内企業物価	5.5	8.2	5.2	1.7	0.2	0.1	1.1	1.0	0.6	1.3	0.8	0.9	5.2	0.5	0.9
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.2	1.0	0.5	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2	1.6	0.8	0.2
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.2	4.9	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	5.2	5.1	4.8
名目雇者報酬	4.6	3.8	4.5	0.2	1.2	1.0	1.3	0.3	0.0	0.5	1.0	1.2	3.5	0.8	0.6
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	83.7	76.0	81.2	83.5	85.0	86.0	87.0	88.5	90.0	77.5	81.3	87.8
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	5.0	3.6	4.7	3.9	4.8	4.3	5.1	4.2	5.4	15.8	17.1	19.0
政策金利(無担保コールO/N物)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1			
長期金利	1.45	1.34	1.31	1.33	1.27	1.04	0.95	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20			

注: 長期金利は新設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/>