

2011/2012 内外マクロ経済予測<日本>

2011年02月18日
広告審査番号 MFB151-110218
MSRC 審査番号 06-A-110218

デフレ圧力が残るなか、輸出主導の回復にける日本

投資調査部 宮川 憲央

ポイント

- 10年10-12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(前回予測は10年12月9日)を行うとともに、新たに12年度についての予測を行った。その結果、実質GDP成長率は10年度+3.0%(前回予測:同+3.2%)、11年度+2.0%(同+1.6%)、12年度2.1%となった。前回予測に比べると、10年度の成長率は下方修正、11年度の成長率は上方修正となっている。11年度の上方修正については、主に、①前回予測時点の想定よりも早期に輸出が持ち直しに転じたとみられること、②米国や中国など海外経済見通しの上方修正を反映したこと—などによるものである。
- 当面の日本経済については、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も、輸出を牽引役として、再び循環的な回復モメンタムが強まっていくとみられる。こうしたも、足元では内需の回復は緩やかなペースに留まっているが、回復の動きが持続するにつれて、生産要素である設備や雇用に対する需要は緩やかながらも高まっていくとみられる。
- 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、グローバル化による競争激化や構造変化への対応の遅れを背景に、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残る可能性が高く、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、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や欧州ソブリンリスクの再燃、中東諸国などの政情不安と地政学的リスクの高まり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留意して、引き続きフォローしていきたい。

実質GDP成長率は11年度+2.0%、12年度+2.1%と予想

10年10-12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(前回予測は10年12月9日)を行うとともに、新たに12年度についての予測を行った。その結果、実質GDP成長率は10年度+3.0%(前回予測:同+3.2%)、11年度+2.0%(同+1.6%)、12年度2.1%となった。前回予測に比べると、10年度の成長率は下方修正、11年度の成長率は上方修正となっている。10年度の下方修正については、前回予測時点に比べて、10年4-6月期、7-9月期の成長率が下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。一方、11年度の上方修正については、主に、①前回予測時点の想定よりも早期に輸出が持ち直しに転じたとみられること、②米国や中国など海外経済見通しの上方修正を反映したこと—などによるものである。

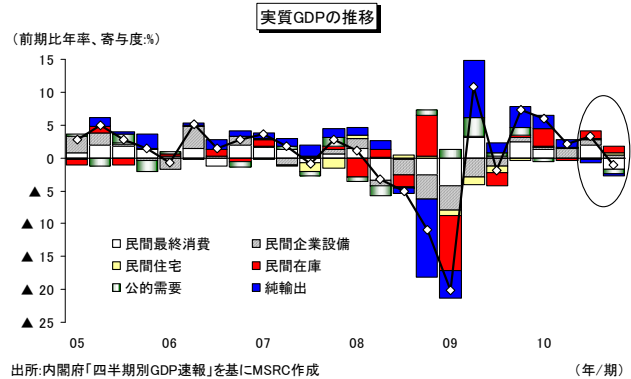
なお、本予測の前提は以下の通り。①予測期間中、為替は1ドル=82.5円、②原油入着価格は1バレル=85ドル、③財政政策は、11年度は政府予算案、12年度は中期財政フレームの方針に基づく、④金融政策は、予測期間中、現行の包括緩和政策を維持。

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により、追加的な緩和政策が検討される可能性があるかとみている。また、財政政策については、ねじれ国会のもと、現時点では予算関連法案の成立に向けた道筋が必ずしも定かでは無い点に注意が必要である。

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。

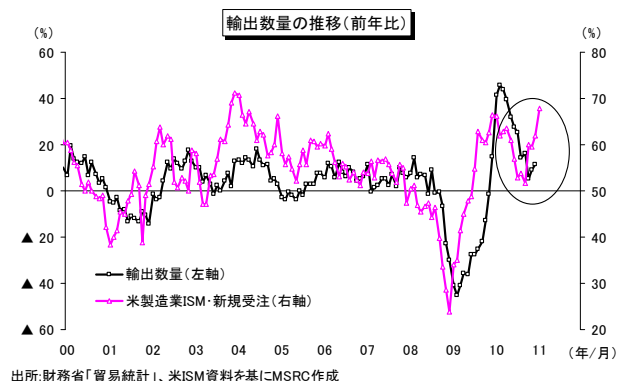
調整が一巡し、再び輸出を起点とする回復へ

10年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.1%と5四半期ぶりのマイナス成長となった。需要項目ごとの内訳をみると、①エコカー補助金の終了やたばこ値上げを控えて、7-9月期に駆け込み需要が発生した反動による個人消費の減少、②海外経済の減速やIT関連における在庫調整の影響による輸出の減少、③公共投資の減少などがマイナス成長の主因となっている。ただし、足元の動きを確認すると、米国や中国など海外経済の回復の動きを受けて、輸出は持ち直しの動きがみられはじめている。個人消費についても、家電エコポイントの縮小に伴う駆け込み需要の反動に留意が必要ながら、自動車販売の減少には下げ止まりの動きがみられる。こうした動きを受けて、鉱工業生産は11年1-3月期に増加に転じる見通しとなっており、日本経済は一時的な調整局面を脱し、再び回復への動きを辿り始めている。



当面の日本経済については、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もとので、輸出を牽引役として、再び循環的な回復モメンタムが強まっていくとみられる。

回復の起点となる輸出について、足元までの動きを確認すると、10年半ば以降、海外経済の減速やIT関連における在庫調整を背景として、減速の動きが続いてきた。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、数量面に影響を及ぼした可能性も考えられる。ただし、10年末にかけては持ち直しの動きもみられはじめている。輸出についての先行指標の動きを確認すると、各国・地域の製造業PMI、やOECD景気先行指数は低下傾向に歯止めが掛かり、持ち直しの動きに転じている。IT関連における在庫調整に関連したところでは、韓国や台湾で出荷・在庫バランスの悪化に歯止めが掛かり、生産も持ち直しはじめている。このように、総じて先行指標は、足元における輸出減速に歯止めが掛かる動きと整合的であり、今後も持ち直しの動きが続く可能性を示唆している。



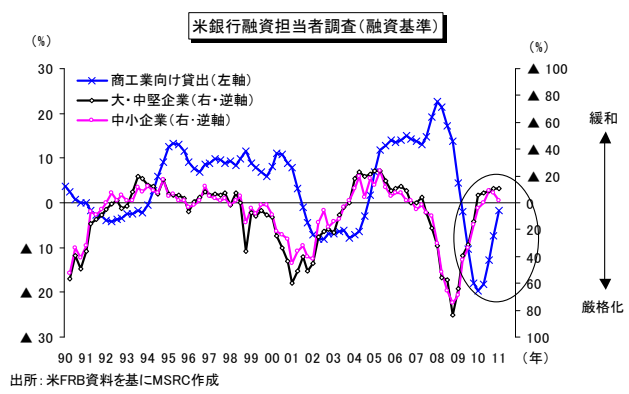
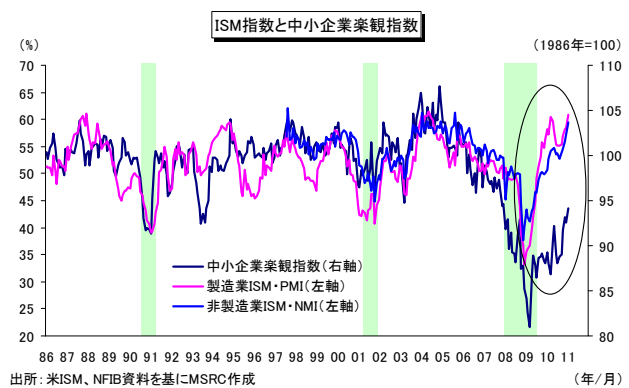
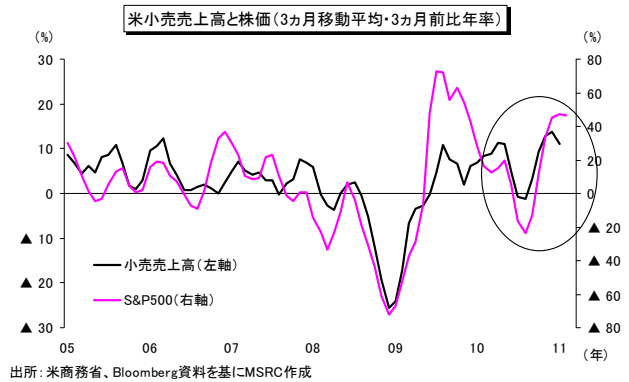
今後の輸出環境を考えると、円高の影響が数量面に波及してくるまでには一定のタイムラグが存在するため、こうした影響は今後も輸出の増勢を抑制する方向に作用する可能性がある。もっとも、輸出への影響という点で考えれば、為替変動など価格要因は、所得要因に比べて影響度が小さく、輸出の先行きを考える上で鍵を握るのは海外経済の動向といえよう。この点についてみると、新興国では旺盛な内需や資本流入、商品市況の高騰などによりインフレ圧力が強まっており、中国、インド、ブラジルなど、利上げに踏み切る国が相次いでいる。後述するように、こうしたインフレ圧力や資本流入に対する舵取り次第では景気の過熱や一段のインフレをもたらす可能性に注意が必要であるものの、メイン・シナリオとしては、金融引き締めにより成長ペースが巡航速度に落ち着いていくものの、所得水準の向上や都市化、インフラ整備の進展などによる内需の成長を背景に、先進国に比べて高めの成長が続くと考えている。さらに、米国経済の回復ペースがこれまでよりも高まっていくことも、輸出依存度の高いアジアを中心に外部環境面

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

での支えとなろう。

その米国経済については、自律的回復に向けた足場を固めつつあると考えている。もともと、企業収益の回復が設備投資の持ち直しにつながるとともに、緩やかながら民間雇用の増加基調も続くなかで、個人消費も緩やかに伸びを高めるなど、生産・所得・支出の循環が緩やかに動き始めていると捉えていたが、10年9月以降、FRBの追加金融緩和と観測の高まりが株価の上昇をもたらした。消費に占める比重の大きい高所得層の消費意欲を刺激したことで、10年のクリスマス商戦は予想を上回る好調な結果に終わり、GDP統計をみても、個人消費は10年10-12月期に前期比年率+4.4%とさらに伸び率を高めた。こうした動きだけであれば、一過性の動きとなる可能性があるものの、注目されるのはこれまで回復が遅れてきた分野にも回復の動きが波及しはじめた兆しが見受けられる点である。今回の米国における回復局面を振り返ると、輸出や設備投資の回復が過去2度の回復局面と比べ速いペースで進む一方、従来の回復局面の牽引役である個人消費（特にサービス消費）や住宅投資の回復は遅れがちであった。背景としては、金融・不動産バブル崩壊後の調整が続いていることや家計のバランスシート調整の動きが影響したと考えられる。一方、企業の景況指数の動きをみると、相対的に規模の大きな企業が対象となるISM指数に比べて、中小企業の景況感の回復が遅れていた。雇用創出の過半は中小企業が担っているため、こうした中小企業における回復の遅れが雇用回復の遅れの一因ではないかと考えている。しかしながら、足元の動きをみると、こうした状況にも変化の兆しが見られる。中小企業のマインド指標は改善の動きが明確になってきているほか、雇用統計ではいまだ雇用増加ペースの加速が明確に確認されるには至っていないが、新規失業保険申請件数は基調として減少傾向となっており、ADP雇用調査報告では中小企業の雇用に動きが出はじめている。住宅・商業用不動産市場は低迷が続いているものの、FRBの調査によると、企業や家計の資金需要が増加に転じるとともに、金融機関の融資基準は緩和の方向に転じつつあり、商工業向け貸出や消費者信用の減少にも歯止めが掛かってきている。このように、消費の持ち直しが起点となって、徐々に景気遅行的な部分にも回復の動きが波及し、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。こうしたなか、10年末にはブッシュ減税の延長や給与税率の引下げなど、追加の景気対策が打ち出されるなど、財政悪化が懸念される状況ではあるが、政府としても短期的には景気支援の姿勢を維持している。これらの点から、11年の米国経済は成長ペースを高める可能性

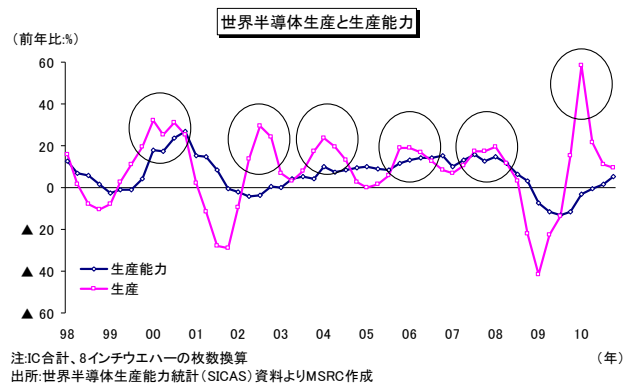


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

が高いと判断している。また、これまでは企業が先行きに慎重であり、収益対比でみた場合、支出に慎重な面を残していたが、オバマ大統領が従来に比べ企業に配慮したスタンスをとるようになったこともあり、企業マインドが改善した場合には、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、この場合は想定しているよりもさらに高めの成長を達成する可能性もあろう。

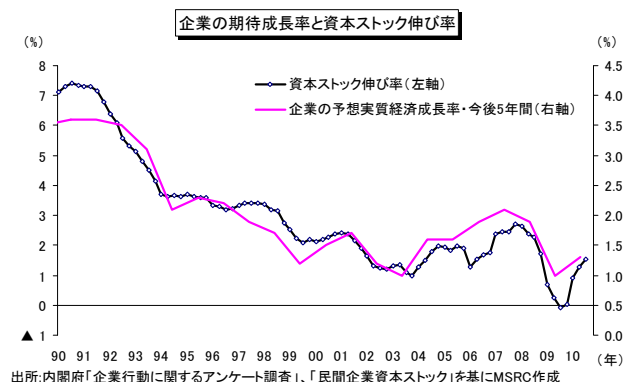
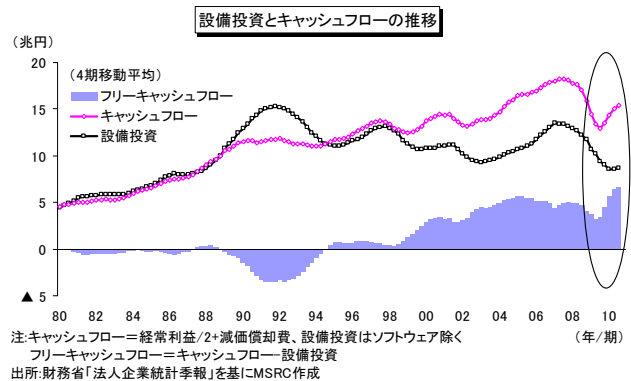
このように、新興国が相対的に高めの成長を維持するとともに、米国経済の回復ペースが高まっていくもとで、世界経済の拡大の動きが継続し、ひいては日本の輸出の回復テンポも高まっていくと考えている。とりわけ、米国と中国の成長は、周辺アジア諸国や資源国などにも波及するとともに、日本にとってはアジア向けの部品・資本財などを通じた間接的な影響も含めて、わが国輸出の持ち直しに寄与することになろう。また、循環的な観点からは、IT関連の在庫調整が一巡し、11年から12年前半辺りにかけては、再び回復モメンタムが強まる局面を迎える可能性が高いことも支援材料といえる。一方で、12年後半については、海外における財政・金融政策による押し上げ効果が一巡する（12年は米大統領選挙が行われるほか、中国では共産党大会が開催される）とともに、IT関連における循環的な調整圧力が高まることなどから、循環的な回復モメンタムは再び減速局面を迎えると想定している。



回復の動きは徐々に設備投資や雇用に波及へ

上記のように、今後の日本経済は輸出を牽引役として、再び回復に向けた動きを辿る可能性が高いと判断している。一方、現状では過去の回復局面と比べても設備投資や雇用の回復が遅れており、問題はこうした輸出を起点とする回復が、今後は内需へ波及していくかどうかという点にある。企業収益は、内外景気の回復と企業のコスト削減努力が相まって、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、①設備・雇用の過剰感が依然として解消されておらず、②先行きに対する期待成長率も低位に留まっている一などから、当面は設備投資や雇用の回復の動きは引き続き緩やかなものに留まるとみられる。足元の設備や雇用の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の拡大することは期待しづらく、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。

しかしながら、過剰という概念は生産水準などと



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

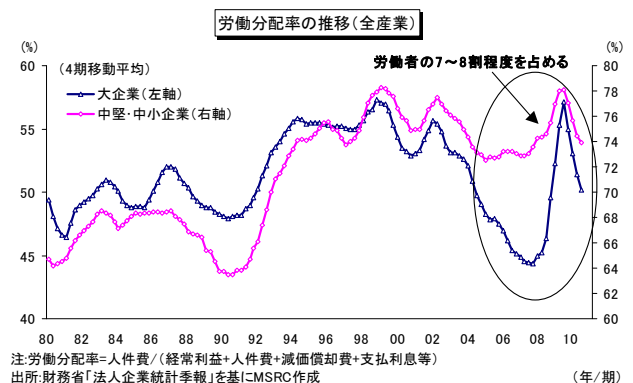
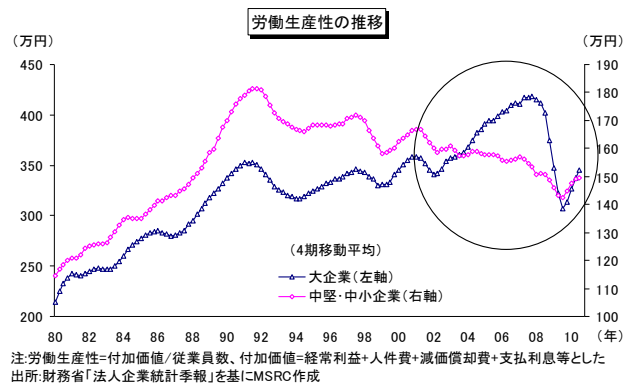
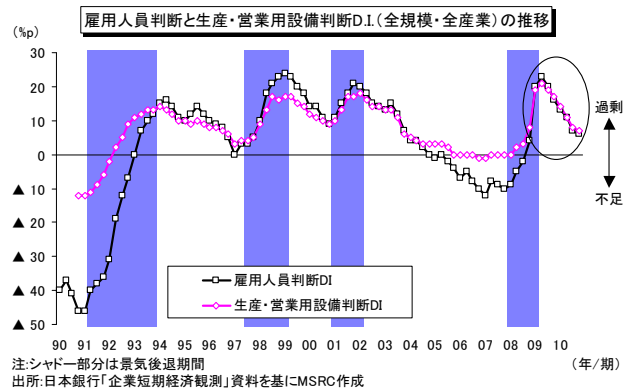
の相対感であるため、回復の動きが継続し、生産水準が徐々に切り上がるにつれて、次第に過剰感も解消されていくとみられ、実際に設備・雇用の過剰感と設備稼働率や労働分配率とは連動した動きを示す傾向がある。また、期待成長率についても、実際の成長率が上向くにつれて、企業の先行きに対する見方が好転し、期待も徐々に変化してくるという傾向がみられる。こうしたことから、輸出を起点とする生産や企業収益の回復傾向が継続するにつれて、生産要素である設備や雇用に対する需要は緩やかながらも高まっていくとみており、11年度後半には徐々にそうした動きがあらわれてくるのではないかと想定している。こうした見方に留意点があるとすれば、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。構造的な問題として、人口減少下にある国内市場の成長期待が低下している一方、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（成長市場である新興国需要の取り込み、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での投資を優先するという流れが続いており、足元の円高水準が長期化した場合に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。こうした動きを抑制するとともに、海外からの投資を促進するためには、さらなる法人税率の引下げや FTA・EPA の締結をはじめとして、海外での生産に比べて相対的に不利な状況に陥らないよう、国内立地の競争力を高める政策が必要と考えている。

根強く残る賃金・物価のデフレ圧力

このように、今後、輸出を起点とした回復の動きが徐々に設備投資や雇用へと波及していく一方、賃金・物価のデフレ圧力は根強く残るのではないかと考えている。

まず、賃金の低迷が続く理由としては、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。グローバル化に伴い、市場としても競争相手としても新興国が台頭するなか、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、相対的に良好な収益環境にある大企業・製造業においても、固定費である賃金を抑制する姿勢は容易には解消せず、生産性の上昇が賃金の増加に結びつきづらい状況（労働分配率の低下）が続くものとみられる。

また、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

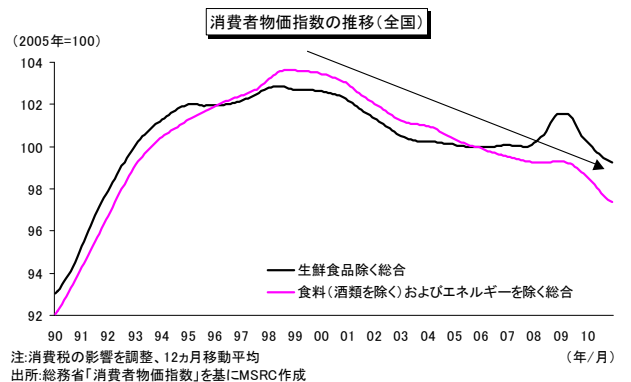
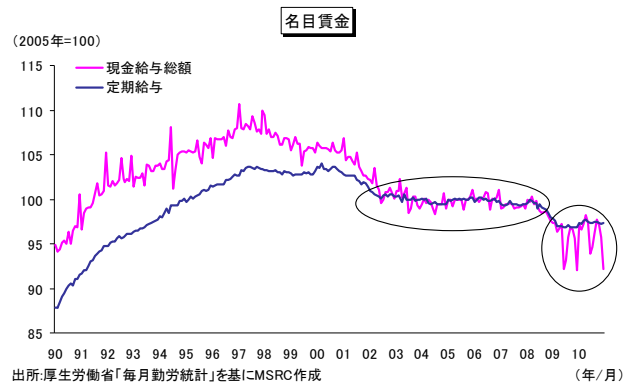


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

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いものの、相対的に資本に比べて労働に依存する度合いが大きいため、結果として労働分配率が高止まりしている状況にある。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く、賃金の伸び悩みやインフレ期待の低迷などから、消費者物価の下落圧力も残る公算が大きい。本予測では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が、それを踏まえた場合では、12年度においても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考えている。国際商品市況の上昇に伴い、一時的にコアCPI(消費者物価指数・生鮮食品を除く総合)がプラスに転じる可能性はあると考えているが、こうした動きは所得の海外流出や収益マージンの悪化を伴うため、企業のコスト削減圧力の強まりや購買力の低下などをもち、却ってデフレ圧力を強めるおそれもある。こうした点から、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つと判断している。



以上のように、今後の日本経済は、全体としては輸出を起点とした回復の動きが継続するとみられるものの、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとの、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引き続き想定した。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。

上記のように、新興国の台頭という環境変化に直面するものの、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、大手鉄鋼メーカーの合併

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

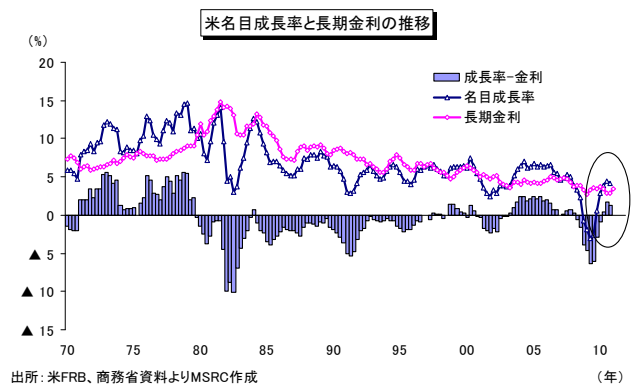
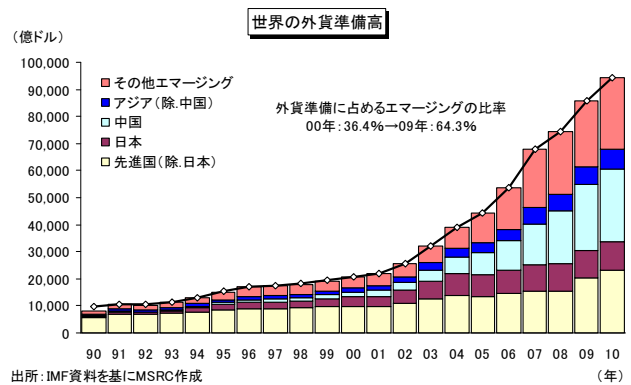
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

をはじめ、企業レベルで国際競争力の強化に取り組む動きがみられる点は明るい兆しであるが、政府としても、さらなる法人税率の引下げや FTA・EPA の推進、研究開発や人材育成の支援、観光・対内直接投資の促進、ベンチャー企業の育成や成長分野への経営資源のシフトを促す規制緩和など、産業構造の高付加価値化を促したり、企業の成長期待を高めることで、支出を促したりするような成長戦略を着実に実行に移す必要がある。また、将来不安の緩和や財政健全化に向けた取り組みという点では、社会保障制度と税制の改革も喫緊の課題といえる。この点、6 月頃を目途する TPP の交渉参加や社会保障・財源の問題について、明確な方向性を示すリーダーシップが発揮できるかどうかを試金石となろう。

上振れ、下振れ要因に引き続き留意

12 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ついても引き続き注視したい。主な点としては、①米国経済の動向（企業・家計のマインド好転で潜在需要が顕在化する可能性など）、②FRB の追加金融緩和（QE2）を巡る動きとマネーフローの行方（新興国における資本流入やインフレ圧力への対処、資産・資源価格への影響）、③欧州ソブリンリスクの再燃、④食料インフレと高失業率、所得格差がもたらす中東諸国などの政情不安と地政学的リスクの高まり、⑤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、海外経済の成長が想定ほど国内へ波及しないリスクなどに注意が必要と考えている。現時点の評価としては、①、②が上振れリスク、③、④、⑤が下振れリスクと捉えているが、②に関しては、短期的には上振れリスクである一方、将来的に下振れリスクに転じる可能性に注意が必要と考えている。

上記のリスク要因のうち、②に関しては、これまでの予測においても注目してきた点であるが、引き続き注意は怠れないと考えている。この点の背景にあるのは、世界的な過剰流動性である。すなわち、先進国では失業率の高止まりとデシ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、実体経済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と考えている。加えて、新興国サイドでは、輸出競争力の低下を避けるため、為替介入が行われる結果、国内に過剰流動性の状況がもたらされるとともに、外貨準備は基軸通貨であり、流動性の高い米国債へ還流されるケースが多いため、米国の長期金利の上昇が抑制される結果、さらに投資家の利回り追求の動きが活発化するという点も考えられる。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う状況といえる。また、最近の動きには天候不順による供給制約も影響しているとみられるが、人口が多く、資源を大量に



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

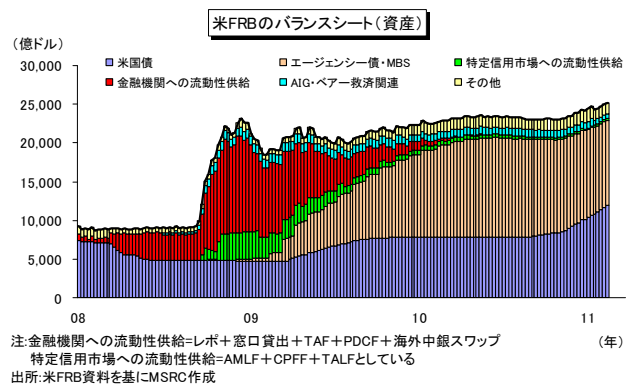
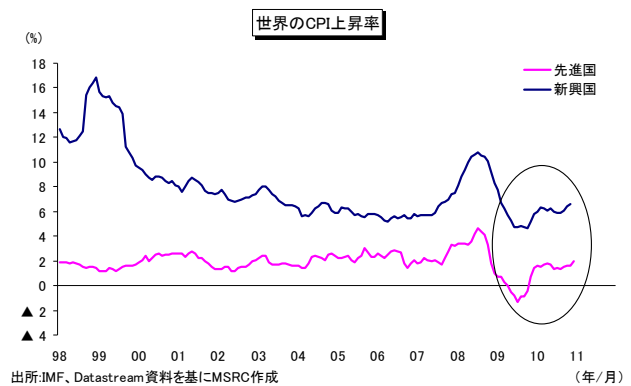
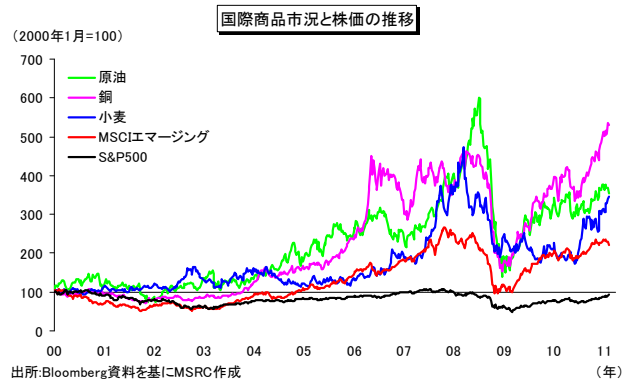
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

消費する新興国の成長期待が強まれば、資金は商品市況に向かいやすいともいえる。

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おり、商品市況は騰勢を強めているほか、新興国ではインフレ圧力の高まりを受けて、利上げの動きが相次いでいる。こうした動きを受けて、足元の株式市場では、新興国は調整の動きとなっているが、中長期的にみて、新興国が世界経済の成長の牽引役であるという構図は続くものとみられ、減速懸念が和らいでくれば、再び新興国への資本流入が活発化する可能性がある。

問題は、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して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。また、実質金利（政策金利-CPI上昇率）で見た場合、マイナスの状況となっている国が散見されるなど、政策対応が後手に回る懸念もある。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、一段と過熱やインフレリスクが蓄積されて、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ろである。新興国サイドでは、通貨高容認や利上げによって過熱やインフレを抑制することができるのか、また、6月にQE2の期限を控えて、FRBがどのような政策スタンスを採ってくるのかという点を注目しておきたい。追加の金融緩和を実施する展開となった場合には、一段と資本流入が加速する可能性が考えられる一方、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ためである。当方では、QE2終了後も、MBSなどの償還分を国債に再投資し、バランスシートの規模を維持することで、受動的な引き締めを回避し、緩和的な金融環境が維持されると想定している。

また、最近の動きとして、こうした商品市況、特に食料価格が高騰するなか、失業率が高く、所得格差が大きい中東・北アフリカ諸国において政情不安が高まっている点にも注意が必要と考えている。中東諸国に限らないが、新興国の場合は消費支出に対する食料の割合が大きいいため、インフレ圧力の高まりが社会不安を招来しやすい面がある。現時点では、財政的な余力があることもあり、サウジアラビアをはじめとする産油国に波及するには至っていないが、産油国にもこうした動きが広がる場合、地政学的リスクの

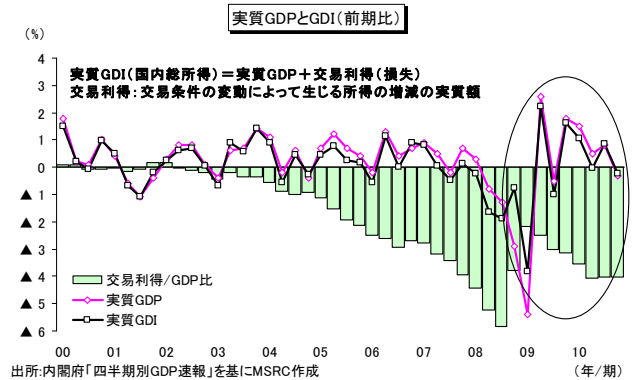


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

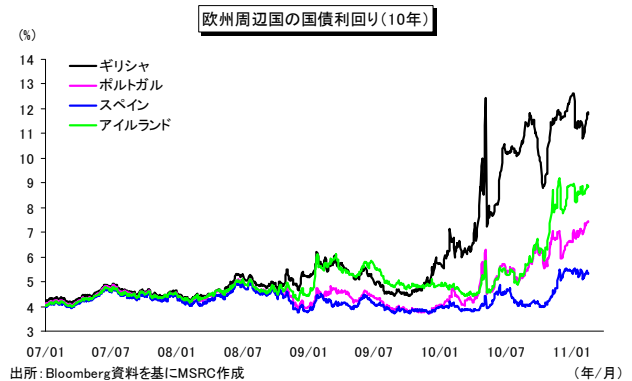
高まりを懸念して、原油価格の高騰やリスク回避的な動きが発生したりする可能性が考えられる。

さらに、商品市況高騰の影響という点では、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。日本の場合、世界経済の成長や過剰流動性を背景に輸入価格が上昇する一方、グローバル化による競争激化により、円高が進行するなかにおいても、輸出価格を引き上げる動きが限定的であるため、景気回復局面では交易条件は悪化しがちとなる（円高そのものは、輸出に比べて輸入のドル建て比率が大きいため、交易条件の改善要因ではあるが）。裏を返せば、通常であれば交易条件が悪化する局面では、輸出数量が拡大しているため、交易条件の悪化が必ずしも企業収益の悪化に結びつくとは限らないわけであるが、08年にかけての動きのように、過剰流動性を背景として実体経済の成長ペース以上に、商品市況が高騰する場合には景気の悪化をもたらす可能性に注意が必要と考えている。



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存在し、世界的な経常収支の不均衡が温存されるなか、実体経済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。

なお、欧州の問題については、①世界経済が回復傾向にあること、②欧州についても、ドイツなど中核国と周辺国の二極化傾向は残るものの、全体としてみれば緩やかな回復の動きが維持されていること、③欧州金融安定ファシリティ（EFSF）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こと一などから、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。ただし、金融・不動産バブル崩壊の後遺症が残り、経済が停滞しているなかでの財政健全化は容易ではなく、金利の高止まりが続くなかで、債務返済能力に対する懸念は払拭されていない。仮に、債務再編に陥った場合には金融システムを通じて中核国へ波及、さらには海外からの資金の巻き戻しが生じる可能性も否定はできない。また、スペインにまで問題が波及した場合、現状の枠組みで救済可能であるのかという不透明感も残っている。この点、4月にスペイン・ポルトガルにおいて国債の大量償還を控えるなか、3月の欧州首脳会議において決定される予定の包括的な対策の内容、ひいては欧州各国、とりわけドイツなど中核国がユーロを守るという政治的意思を具体的な行動で市場に示すことができるかどうかという点を注目しておきたい。



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など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。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留

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

意して、引き続きフォローしていきたい。◆

日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)	2012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	▲ 0.6	0.6	▲ 0.6	0.7	0.2	0.4	0.3	0.8	0.0	0.1	▲ 0.0	0.5	▲ 3.7	1.1	1.2	1.1
実質GDP	0.5	0.8	▲ 0.3	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2	▲ 2.4	3.0	2.0	2.1
(前期比年率)	2.1	3.3	▲ 1.1	1.5	2.7	2.5	2.7	2.7	2.4	1.5	1.1	0.8				
*国内需要	0.3	1.0	▲ 0.2	0.1	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2	▲ 2.7	2.0	1.5	1.7
*民間需要	0.3	1.0	0.0	▲ 0.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	▲ 3.9	2.0	1.5	1.7
民間最終消費支出	▲ 0.0	0.9	▲ 0.7	▲ 0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	▲ 0.0	1.1	0.1	1.0
民間住宅	▲ 0.3	1.8	3.0	1.9	1.6	2.2	1.7	1.0	0.5	0.8	1.6	1.8	▲ 18.2	0.1	7.9	4.5
民間企業設備	2.9	1.5	0.9	1.0	1.2	1.4	1.8	2.0	1.9	1.5	1.2	1.0	▲ 13.6	5.6	5.3	6.5
*民間在庫品増加	▲ 0.1	0.3	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 1.1	0.6	0.4	0.0
*公的需要	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	1.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	3.4	1.9	0.9	1.0
公的固定資本形成	▲ 4.1	▲ 2.1	▲ 5.8	1.0	1.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	14.2	▲ 8.9	▲ 4.3	▲ 5.0
*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	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.3	1.1	0.5	0.4
財貨・サービスの輸出	5.3	1.5	▲ 0.7	2.4	2.8	3.1	2.8	2.6	2.1	1.1	0.7	0.3	▲ 9.6	17.7	9.2	7.4
財貨・サービスの輸入	4.0	2.9	▲ 0.1	0.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6	0.7	0.6	0.3	▲ 11.0	10.6	6.2	5.5
GDPデフレーター	▲ 1.9	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 0.8	▲ 1.0

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:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)	2012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	21.0	13.5	4.9	5.0	4.2	7.4	10.7	4.8	5.2	4.5	3.6	2.4	▲ 8.9	10.6	6.7	3.9
(前期比)	1.5	▲ 1.8	▲ 1.6	7.0	0.7	1.2	1.4	1.3	1.1	0.6	0.4	0.2				
国内企業物価	0.2	▲ 0.1	1.0	1.5	1.6	2.3	2.2	1.8	1.7	1.6	1.3	0.9	▲ 5.2	0.6	2.0	1.4
消費者物価(生鮮食品除く)	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.3	0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 1.6	▲ 0.8	0.1	0.1
完全失業率(%)	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3	5.2	5.1	4.7	4.4
名目雇用量	1.2	1.2	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	▲ 3.6	0.7	0.3	0.8
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	86.5	87.5	89.0	91.0	89.5	88.5	89.0	90.0	90.5	77.5	82.4	89.3	89.5
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	5.0	4.4	5.3	4.5	5.5	4.8	5.6	4.6	5.6	15.8	17.1	19.7	20.5
政策金利(無担保コールO/N物)	0.1	0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1				
長期金利	1.27	1.04	1.05	1.20	1.30	1.30	1.30	1.40	1.40	1.30	1.30	1.30				

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

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

【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/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。