

2011/2012 内外マクロ経済予測<日本>

2011年05月24日
広告審査番号 MFB151-110524
MSRC 審査番号 06-A-110524

大震災からの復興を目指す日本経済

投資調査部 宮川 憲央

ポイント

- 1-3 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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 4 月 1 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +0.3% (前回予測: 同+0.6%)、12 年度 +2.8% (同+2.6%) となった。前回予測に比べると、11 年度の成長率は下方修正、12 年度の成長率は上方修正となっている。
- 今後の景気動向を占う上でのポイントは、今回の急速な経済の悪化は、主として供給サイドのボトルネックによってもたらされたものであり、世界的に需要が急減したリーマン・ショックとは異なるという点であると考えている。このため、日本経済は短期間に大幅な悪化に見舞われたものの、持続的に悪化していく事態は回避され、復旧が進むにつれて景気は持ち直しに転じていく可能性が高い。
- 当面の日本経済については、サプライチェーンの寸断などが重石となり急速な回復は見込みづらいものの、7-9 月期以降については、供給サイドにおけるボトルネックが徐々に改善に向かうなか、官民による復興需要の顕在化や堅調な海外経済に支えられる形でプラス成長に転じ、回復に向かっていくという経路を現時点では想定している。
- こうした見通しに対しては、①電力供給やサプライチェーンの復旧状況、②中東・北アフリカにおける政情不安と地政学的リスクの高まり、こうした懸念を背景とした原油価格の高騰、③FRB の金融政策を巡る動きとマネーフローの行方、④新興国における資本流入やインフレ圧力の高まりと政策対応の行方、⑤欧州ソブリンリスクの再燃などといった上振れ・下振れ要因が存在する。震災による甚大な被害に見舞われた日本経済はショックに対して脆弱な面を残しており、回復の行方は海外経済・金融市場が安定を維持できるかどうかにかかるとも依存するところも大きい。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 +0.2%、12 年度 +2.8% と予想

1-3 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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 4 月 1 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +0.3% (前回予測: 同+0.6%)、12 年度 +2.8% (同+2.6%) となった。前回予測に比べると、11 年度の成長率は下方修正、12 年度の成長率は上方修正となっている。主な修正の背景は、①1-3 月期 GDP が前回予測時点の想定を下振れたことにより、11 年度に対するゲタが前回予測時点の想定よりも▲0.8%p 程度下方修正となったこと、②東日本大震災発生後の経済の急速な落ち込みを反映して、4-6 月期の成長率を下方修正したこと一などが下方修正要因となる一方、③夏場における電力供給の制約が前回予測時点と比べて緩和される可能性が高くなっていること、④復旧・復興のための補正予算の規模を前回予測時点の国費 6 兆円から 10 兆円 (先般、成立した平成 23 年度補正予算を含む) へと拡大したこと一などが上方修正要因となっている。

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=80.0 円、②原油入着価格は 1バレル=100 ドル、③財政政策は上記の通り、国費 10 兆円規模の補正予算編成を想定、④金融政策は、予測期間中、現行の包括緩和政策を維持。

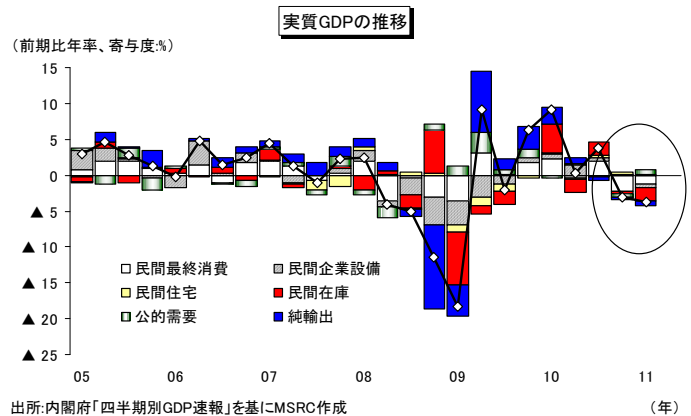
金融政策については、予測期間中、利上げも追加緩和策も具体的には想定していない。ただし、景気が下振れる可能性が強まった場合や再び金融市場が急速な変動に見舞われる場合などには、さらなる追加緩和 (資産買入れ基金の増額) の可能性があると考えている。また、財政政策については、補正予算の規模

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。

および財源確保の手段、予算成立のタイミングなどは政治情勢も絡んで現時点では未知数な部分も残っており、財政支出の規模やタイミング次第で、今回の見通しも大きく影響される点には注意が必要である。

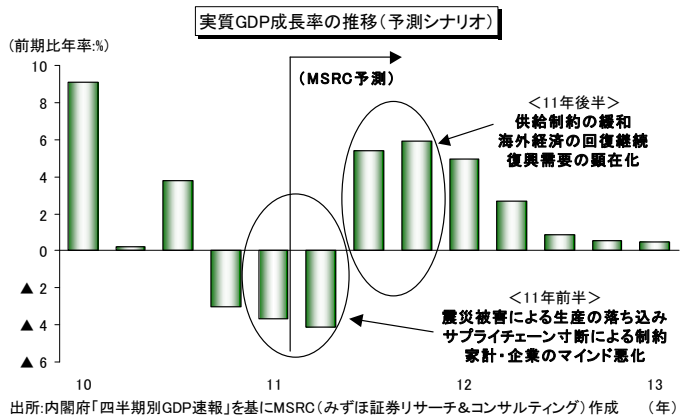
復旧の進展に伴い回復へ

1-3 月期の実質 GDP は前期比年率▲3.7%と 2 四半期連続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生産・物流の停滞や計画停電の実施、自粛ムードの高まりといった消費マインドの悪化などによる個人消費の減少、②被災地における工場の操業停止に加えて、サプライチェーンの寸断や計画停電の実施などにより、被災地以外も含めて生産が大幅に減少したため、需要に対して在庫の取り崩しで対応したこと、③生産停止により震災後の輸出が減少する一方、輸入が増加したことによる純輸出の減少などがマイナス成長の主因となっており、東日本大震災の発生により、日本経済が急速に悪化した姿が確認される結果となっている。



今後の景気動向を占う上でのポイントは、今回の急速な経済の悪化は、主として供給サイドのボトルネックによってもたらされたものであり、世界的に需要が急減したリーマン・ショックとは異なる点であると考えている。このため、日本経済は短期間に大幅な悪化に見舞われたものの、持続的に悪化していく事態は回避され、復旧が進むにつれて景気は持ち直しに転じていく可能性が高い。

こうした点を踏まえて、当面の日本経済について考えると、3 月の鉱工業生産は前月比▲15.5%と大幅に落ち込んだものの、生産予測によると 4 月以降は持ち直しに転じる計画となっている点にみられるように、操業を停止していた工場での生産再開の動きなどもみられはじめているほか、景気ウォッチャー調査によると自粛ムードも緩和してきている模様であることなどから、3 月の急速な悪化からは徐々に持ち直していくとみられる。ただ、サプライチェーンの寸断などが重石となり急速な回復は見込みづらいことから、4-6 月期もマイナス成長は不可避であろう。その後、7-9 月期以降については、供給サイドにおけるボトルネックが徐々に改善に向かうなか、官民による復興需要の顕在化や堅調な海外経済に支えられる形でプラス成長に転じ、回復に向かっていくという経路を現時点では想定している。



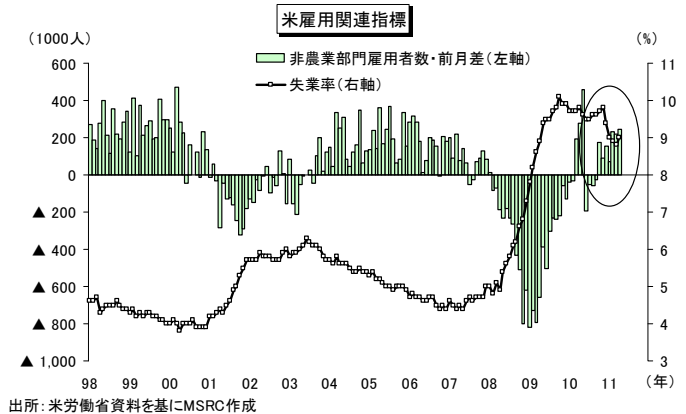
需要面では海外経済と復興需要が支え

この点、まず、日本経済の牽引役である輸出を左右する海外経済の動向を確認すると、米国経済が雇用の増加を伴う自律的な回復への足場を固めつつあるとともに、中国をはじめとする新興国は外需の安定と旺盛な内需に支えられ相対的に高めの成長が続くもとの、海外経済の拡大基調が続くと考えている。こうした動きに支えられて、わが国輸出は供給制約が緩和されてくるにつれて、再び需要面での牽引役になっ

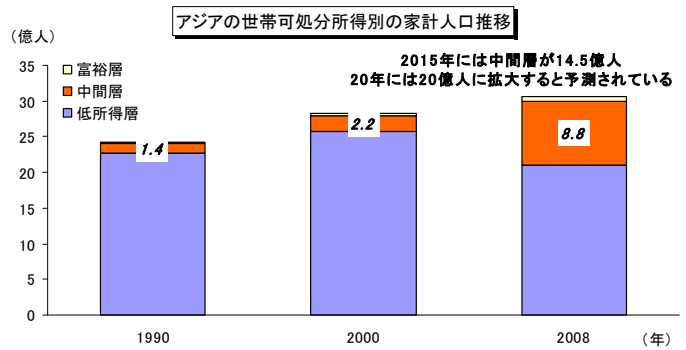
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

ていくとみている。

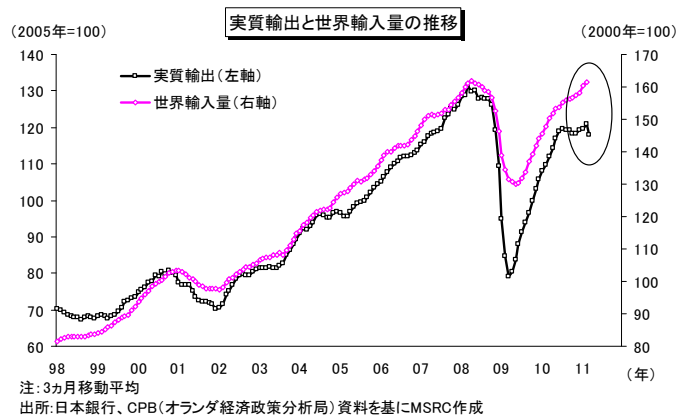
米国経済については、製造業 ISM 指数が高水準にはあるものの、足元で低下してきているほか、ガソリン価格の高騰もあり、昨年末に比べれば成長ペースが鈍化する可能性はあるものの、月 20 万人程度の雇用増加が定着してきているなか、株価の上昇ペースが鈍化しても消費は引き続き堅調に推移するなど、生産・所得・支出の好循環が動き始めているほか、商工業向け貸出や消費者信用の減少にも歯止めが掛かってきているなど、バランスシート調整や信用収縮の動きにも歯止めが掛かる兆しがみられる。政策面の動きをみても、財政赤字拡大に対する批判が強まるなか、一段の刺激策はとりづらくなっているものの、失業率の高止まりが続く状況下、政治的に来年は大統領選挙を控えていることもあり、拙速な財政再建に舵を切る動きは窺えない。金融政策についても、6,000 億ドルの国債買入れによる追加の金融緩和 (QE2) は予定通り 6 月をもって終了する見込みであるが、バーナンキ FRB 議長が記者会見で述べたように、当面は償還を迎えた保有証券の再投資を続けることで、バランスシートの規模を維持し、金融緩和状態を継続する可能性が高い。このように、個人消費をはじめとする民間需要の回復の動きが続くもと、政策面でさらなる追い風は期待しづらいまでも、当面は景気支援のスタンスが維持されるとみられることから、12 年にかけて米国経済の回復が続く可能性が高いと判断している。



新興国については、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、ブラジルをはじめとして、金融引き締め動きが続いている。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、米国経済の回復の動きが維持されることも、輸出依存度の高いアジアを中心に外部環境面での支えとなろう。



このように、米国経済の回復の動きが続くとともに、新興国が相対的に高めの成長を維持するもとで、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を支えていくと考えている。ただ、12年後半については、海外にお



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。

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。

需要サイドの動きとしては、官民による住宅、工場、社会インフラなどストックの毀損に対する復興需要も支えとなろう。4-6月期の機械受注（船舶・電力を除く民需）見通しは前期比+10.0%と大幅な増加見通しとなっており、被災した工場設備の復旧需要が早期に顕在化してくる可能性を示唆している（ただ、供給制約が残るため、こうした需要への対応に時間を要する可能性には留意の必要）。

また、5/2には震災からの早期復旧に向けた平成23年度補正予算が成立しており、仮設住宅の供与やがれき処理、金融支援、公共事業など東日本大震災関係経費は4兆円強に上る。今後は、復興に向けての構想がとりまとめられた上で、第2次補正予算の編成へと進んでいく予定となっており、復旧に向けた必要経費を計上した第1次補正から第2次補正では復興が主眼になっていくため、予算規模はさらに膨らみ、全体で10兆円~20兆円程度ともいわれている模様である。政治的な情勢も絡んで補正予算の規模や財源、成立のタイミングに不透明感を残す点には注意が必要であるが、特に11年後半以降は、こうした復旧・復興需要の顕在化が震災からの回復を支えることになろう。

平成23年度第1次補正予算のフレーム

支出		財源	
東日本大震災関係経費	40,153	既定経費の減額	37,102
災害救助等関係経費	4,829	子ども手当の減額	2,083
災害廃棄物処理事業費	3,519	基礎年金国庫負担の年金特別会計へ繰入の減額等	24,897
災害対応公共事業関係経費	12,019	経済危機対応・地域活性化予備費の減額	8,100
施設費災害復旧費等	4,160	その他	2,023
災害関連融資関係経費	6,407	税外収入	3,051
地方交付税交付金	1,200		
その他関係経費	8,018		
合計	40,153	合計	40,153

出所：財務省資料を基にMSRC作成

11年度下期にかけて生産は正常化へ

上記のように、需要面での支えが存在しているため、今後の回復のタイミングやペースの鍵を握るのは、電力供給の制約やサプライチェーンの寸断といった、供給サイドにおけるボトルネックの解消のペースとなる。

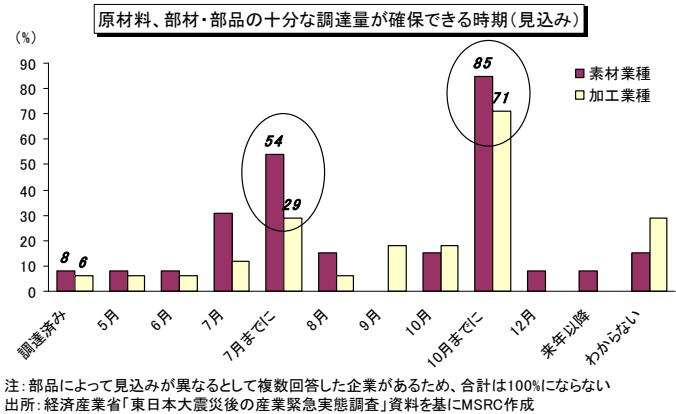
この点、まず電力問題については、5/13における東京電力の発表によると、夏場の供給力見通しがさらに上方修正されており、想定最大電力需要である5500万kwを確保できる見通しとなっている（ただ、東北電力に最大140万kwの電力融通を行う予定であるため、これを考慮すると、想定需要をやや下回る。また、政府の電力需給対策では最大需要の想定は6000万kwとされている）。こうした供給面での動きとあわせて、政府は東京・東北電力管内全域において大口需要家・小口需要家・家庭に対し一律15%の電力需要抑制目標を決定したところであり、こうした需要サイドにおける節電対応の動き（休日・夜間の操業や自家発電、生産・休業スケジュールの分散など）が進展してくれば、電力問題については、当初、懸念されていたほどには回復の制約要因とならない可能性が高くなってきていると考えている。

今夏の電力需給見通し(5月13日時点)

	7月末	8月末	(参考)4/15時点の見通し	
			7月末	8月末
需要 (発電端1日最大)	5,500	5,500	5,500	5,500
供給力	5,520	5,620	5,200	5,070
予備力	20	120	▲ 300	▲ 430

注：東北電力への最大140万kwの電力融通を考慮した場合の供給力は5380万kw(7月末)~5480万kw(8月末)
出所：東京電力発表資料を基にMSRC作成

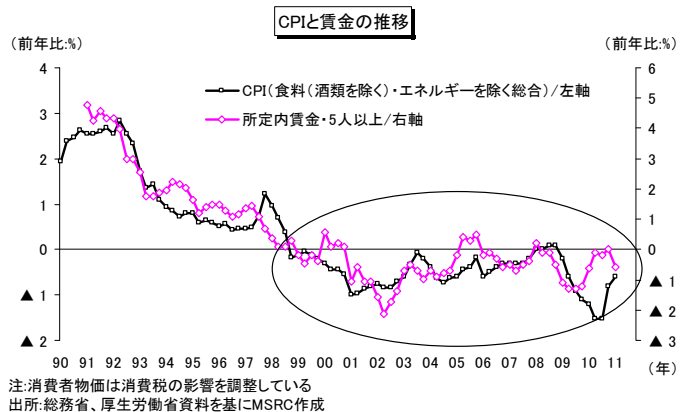
一方、サプライチェーンの問題については、経済産業省が4/26に公表した「東日本大震災後の産業実態緊急調査（調査期間は4/8～4/15、対象企業は80社）」によると、被災地の生産拠点の6割強が既に復旧しており、3割弱は夏までに復旧見込みとされている。また、加工業種の8割弱、素材業種の6割強が原材料、部品・部材の代替調達先を確保しつつあるとする一方、代替調達先がない原材料、部品・部材があるという回答も素材業種で1割強、加工業種では5割弱に上っており（複数回答）、原材料、部品・部材について十分な調達量が確保できる時期は、素材業種では7月までに54%、10月までに85%と回答している一方、加工業種では7月までに29%、10月までに71%と加工業種ではやや遅れる見込みとなっている。ここ最近、大手メーカーで生産回復時期のメドを前倒しする動きが続いている点は心強いところであるが、それでも震災前の状況に戻るには今しばらく時間を要する見込みである。



こうした点を踏まえると、サプライチェーンの復旧は進んできており、生産水準は徐々に回復に向かうものの、完全に震災前の状況に戻るにはなお時間を要する見通しであり、当面は回復の重石として残る可能性が高いといえよう。電力問題は夏場が猛暑になるかどうかという点にも依存する面があり、サプライチェーンの問題についてもなお不透明感が残るものの、メイン・シナリオとしては、当面は供給制約が回復に向けた重石となるものの、復旧が進むにつれて、11年度下期には震災前の水準を回復すると想定した。

成長戦略や財政健全化の重要性は変わらず

このように、当面の景気見通しとしては、東日本大震災の影響は甚大であるものの、持続的に悪化する事態には至らず、供給サイドのボトルネックが和らいでくるにつれて、海外経済や官民による復興需要が支えとなり、回復に向かっていくという経路を想定している。ただし、震災前からの課題である賃金・デフレ圧力の根強さや人口減少・少子高齢化や内需低迷の長期化に伴う成長期待の低下、財政再建などといった課題は残されたままであり、個人消費を軸とした内需の活性化やデフレ脱却への道筋が展望しづらい状況が続く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。

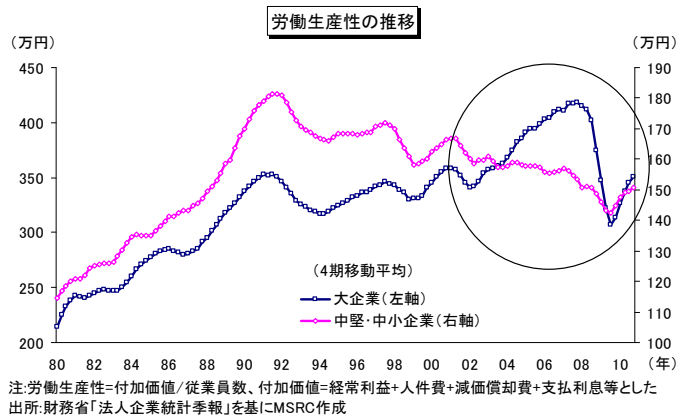
グローバル化に伴い、市場としても競争相手としても新興国が台頭するなか、労働コスト面で新興国に対抗するのは容易ではなく、国内生産を前提とした場合、一段の高付加価値化や産業構造の高度化を図っていかない限り、相対的に良好な収益環境にある大企業・製造業においても、固定費である賃金を抑制す

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

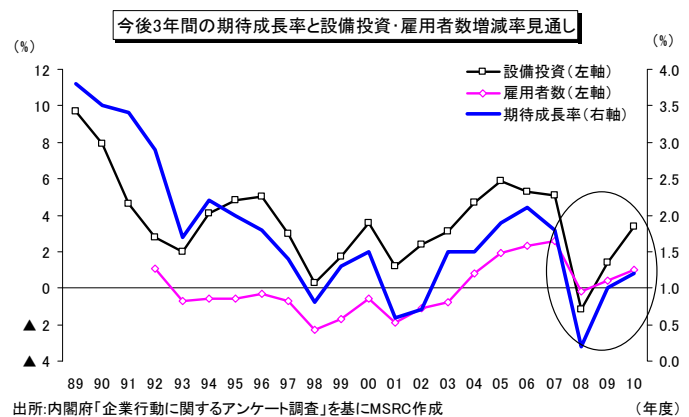
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

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。

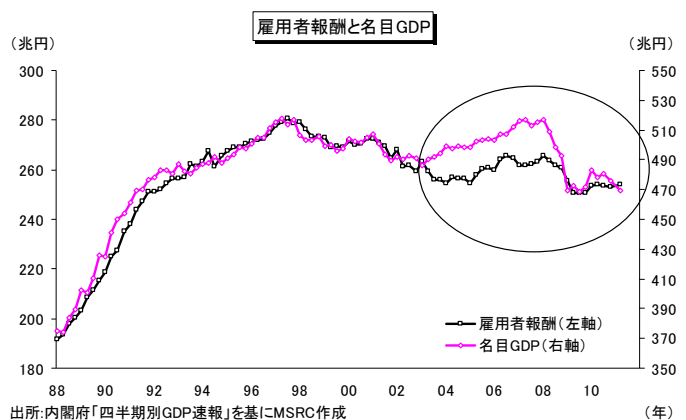
一方、海外経済の成長を享受できる大企業、とりわけ製造業に対し、雇用の大半を占める中小企業、非製造業は国内需要の低迷（その裏側としての供給過剰構造）や交易条件の悪化（世界経済の成長に伴う川上分野における価格の上昇圧力と販売価格のデフレ）などが重石となっており、収益力や生産性が低迷していることから、賃金を引き上げる余力に乏しいものの、相対的に資本に比べて労働に依存する度合いが大きいいため、結果として労働分配率が高止まりしている状況にある。中小企業・非製造業の賃金が上昇するためには、個人消費を軸とする内需の活性化が不可欠であるが、そのためには賃金の持続的な上昇が必要（その他、雇用や社会保障などの将来不安を解消して、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。



また、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、もしくは今回の震災によるサプライチェーンの寸断や電力供給力の低下が長期化した場合にはそうした傾向が助長される可能性がある。



このように、日本が抱える問題は山積しており、とりわけ社会保障や財政の持続可能性を維持するためにも、成長力を強化し、経済のパイを拡大する取り組みは不可欠といえる。その際、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、対外 M&A の積極化や国内企業の再編など、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



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。

明るい兆しであるが、引き続き生産性向上や収益力強化に取り組むことが期待される。

また、政府としても、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企業の国内生産を促し、海外からの投資を促進するため、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。具体的には、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、新たな産業の担い手となる起業促進・ベンチャー企業の育成や医療・福祉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。大震災からの復旧・復興が政策上の最優先課題であることは言を待たないが、成長力強化や社会保障・税制改革などの重要性が変わるわけではないため、こうした取り組みを引き続き推進する政治のリーダーシップが発揮できるかどうかを注目しておきたい。

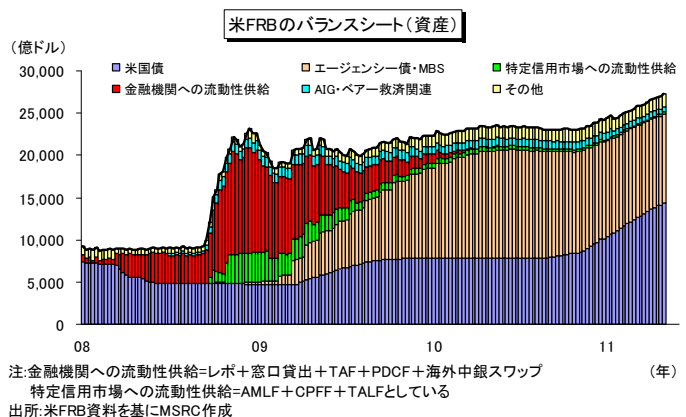
上振れ、下振れ要因に引き続き留意

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、まず震災に関するところでは、①電力供給やサプライチェーンの復旧状況（上振れ・下振れ）が挙げられよう。この点については、短期的に生産回復のペースを左右するのみならず、より長い目でみて、復旧の動きが遅れた場合、もともと市場としての成長性の格差やコスト競争力の確保、国内政策の停滞などから企業の海外進出の動きが相次いでいるなか、国内でのボトルネックへの対応やリスク分散の観点などから、企業が生産拠点を海外にシフトさせる動きを加速させたり、海外企業が日本から調達先を分散させたりするといった可能性も否定はできない。また、低稼働率の状況が長引けば、次第に雇用の調整圧力が強まっていくという可能性も考えられるため、引き続きこうした動向には注目しておきたい。

次に、外部環境に関するリスクとしては、②中東・北アフリカにおける政情不安と地政学的リスクの高まり、こうした懸念を背景とした原油価格の高騰、③FRB の金融政策を巡る動きとマネーフローの行方、④新興国における資本流入やインフレ圧力の高まりと政策対応の行方、⑤欧州ソブリンリスク、金融不安の再燃—などに注意が必要と考えている。現時点の評価としては、②、⑤が下振れリスク、③、④は上振れにも下振れにもなりうるが、特に④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、④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、この点の背景にあるのは、世界的な過剰流動性であることを考えると、③とも関連してくる。すなわち、FRB は QE2 を当初予定通り、6 月末で終了する見込みであるものの、バーナンキ FRB 議長は当面、バランスシートの規模を維持し、金融緩和状態を継続する方針を表明している。ただ、住宅市場の調整が続いていること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、低金利による金融



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

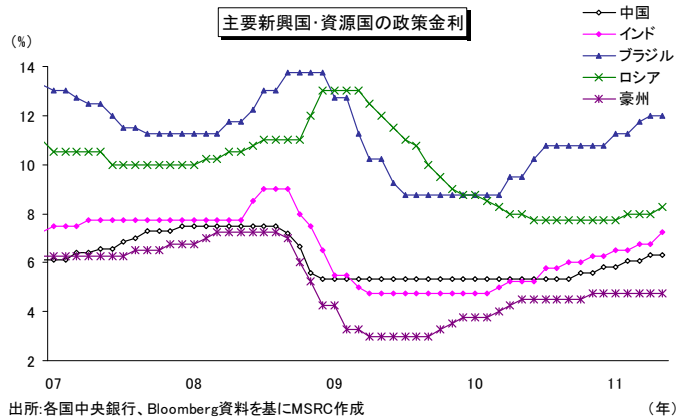
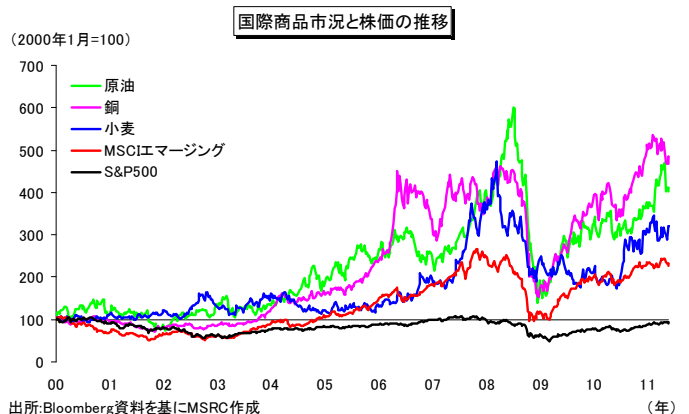
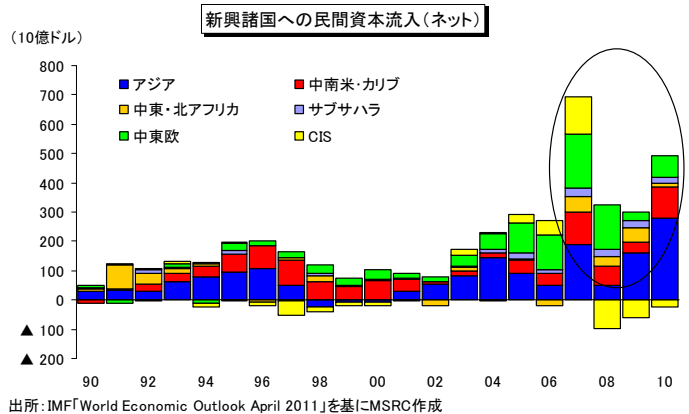
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

緩和の効果が实体经济に波及しづらくなっている（QE2 については、投資家の期待に働きかけたことで、株高を実現し、消費の回復ペースを加速させることに寄与したと考えている）。こうしたなか、失業率の水準はなお高いものの、景気は回復に向かっているなかで、金融緩和状態が維持されることになるため、大枠として利回り追求の動きが生じやすい状況が続くとみられる。

こうした資金が相対的に成長期待が強く、金利も高水準である新興国に流入したとみられる。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ているとともに、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ことも考えられる。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、中東・北アフリカにおける政情不安の高まりや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。

このような資金の流れが、商品市況の高騰をもたらすと同時に、新興国の成長を押し上げる役割を果たしたとみられる。この結果、新興国ではインフレ圧力が強まっており、インフレ抑制のために中央銀行は相次いで利上げを実施している。足元では、銀や原油における証拠金引き上げの動きや米国の経済指標の悪化などを受けて、商品市況は調整の動きにあるが、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、再び新興国や商品市場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。また、実質金利（政策金利-CPI 上昇率）で見た場合、依然として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



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

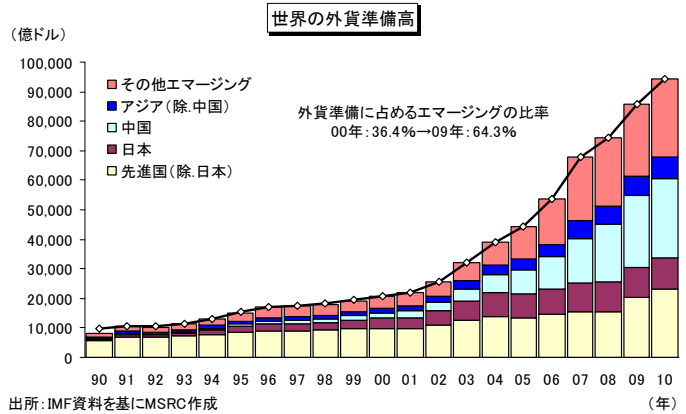
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

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、今後とも注意したいところである。

この点に関しては、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、QE2 終了後、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。当方は、12年半ばにFRBが異例の緩和策からの正常化に向けた利上げを開始すると想定しているが、それでも当面は実質マイナス金利が続くとみられるなど、金融緩和的な状況が続くとみられる。ただし、利上げが継続するにつれて、いずれかの時点で新興国が急速な資本流出に直面するという可能性も否定はできないため、こうした動きには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。

以上、当面の注目点として、QE2 後の米国の金融政策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。②については、リスクプレミアムの拡大による価格の高騰が世界経済を圧迫する懸念があり、⑤については、緊縮財政下で産業競争力に乏しいギリシャなど周縁国のソルベンシーに対する懸念は燻り続けるだろう。震災による甚大な被害に見舞われた日本経済はショックに対して脆弱な面を残しており、回復の行方は海外経済・金融市場が安定を維持できるかどうかにかかるとも大きい。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。◆



日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2010年度 (実)	2011年度 (予)	2012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	▲ 1.0	0.6	▲ 1.1	▲ 1.3	▲ 2.0	1.0	1.3	1.5	0.3	0.0	0.1	0.4	0.4	▲ 1.5	2.4
実質GDP	0.1	0.9	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.0	1.3	1.5	1.2	0.7	0.2	0.1	0.1	2.3	0.2	2.8
(前期比年率)	0.2	3.8	▲ 3.0	▲ 3.7	▲ 4.1	5.4	5.9	4.9	2.7	0.8	0.6	0.4			
*国内需要	▲ 0.2	1.1	▲ 0.7	▲ 0.8	0.1	1.0	1.2	1.0	0.4	0.1	0.1	0.1	1.4	1.1	2.1
*民間需要	▲ 0.2	1.1	▲ 0.5	▲ 0.9	▲ 0.2	0.7	0.9	0.7	0.3	0.2	0.1	0.1	1.4	0.3	1.6
民間最終消費支出	▲ 0.2	0.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.8	0.6	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	▲ 0.7	0.9
民間住宅	▲ 0.6	1.9	3.2	0.7	▲ 0.9	0.5	2.5	2.3	1.0	1.2	1.4	1.6	▲ 0.2	3.9	6.1
民間企業設備	2.7	1.1	0.1	▲ 0.9	▲ 1.1	2.1	2.5	1.7	1.4	0.8	0.5	0.2	4.5	1.9	5.1
*民間在庫品増加	▲ 0.5	0.5	▲ 0.0	▲ 0.5	0.4	0.1	0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.4	0.4	0.1
*公的需要	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.8	0.5
政府最終消費支出	1.2	0.3	0.4	1.0	1.0	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	2.3	2.6	1.2
公的固定資本形成	▲ 4.5	▲ 2.5	▲ 6.0	▲ 1.3	1.5	6.0	5.5	5.0	2.0	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 10.0	6.9	6.0
*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
*財貨・サービスの純輸出	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 1.1	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0	0.9	▲ 0.9	0.7
財貨・サービスの輸出	5.2	1.6	▲ 0.8	0.7	▲ 5.5	4.0	4.4	3.9	2.7	1.3	0.8	0.4	17.0	0.9	10.5
財貨・サービスの輸入	4.1	2.9	▲ 0.3	2.0	1.5	2.0	2.5	2.1	1.3	0.9	0.4	0.2	10.9	7.1	5.7
GDPデフレーター	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 2.0	▲ 1.8	▲ 1.0	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 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:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2010年度 (実)	2011年度 (予)	2012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	21.3	14.0	5.9	▲ 2.5	▲ 8.5	▲ 4.1	0.6	5.4	13.3	10.1	5.5	3.0	8.9	▲ 1.7	7.8
(前期比)	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 5.5	3.7	4.8	2.6	1.6	0.7	0.5	0.2			
国内企業物価	0.2	▲ 0.2	1.0	1.7	2.7	3.6	3.4	2.7	1.6	1.5	1.4	1.3	0.7	3.0	1.4
消費者物価(生鮮食品除く)	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.7	0.7	0.5	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	▲ 0.8	0.6	0.2
完全失業率(%)	5.1	5.0	5.0	4.7	5.0	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	4.7	5.0	5.0	4.9
名目雇用者報酬	1.2	1.2	0.8	0.3	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.8	▲ 0.6	0.3	1.0	1.8	1.6	0.9	▲ 0.6	1.2
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	84.2	82.5	84.5	89.0	90.0	88.0	88.0	89.5	91.5	81.9	86.4	89.2
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	3.8	1.2	2.3	1.4	3.1	2.4	3.3	2.4	4.1	15.9	8.0	12.2
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	1.25	1.20	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。