

2011/2012 内外マクロ経済予測<日本>

2011年08月19日
広告審査番号 MFB151-110819
MSRC 審査番号 06-A-110819

震災からの復旧が進む一方、輸出環境を巡るリスクが増大

投資調査部 宮川 憲央

ポイント

- 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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 6 月 10 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +1.0% (前回予測: 同+0.8%)、12 年度 +2.7% (同+2.7%) となった。
- サプライチェーンの復旧や企業・家計のマインド改善などにより、日本経済は震災による急速な悪化から持ち直してきている。当面、特に 7-9 月期については、在庫復元を含めて生産水準を回復させる動きが続くと見込まれるため、速いペースでの持ち直しが期待される状況にある。
- もっとも、生産水準は震災前に近い水準まで回復してきており、上記のような動きが一巡した後は、需要の伸びに見合う形で、持ち直しの動きは徐々に緩やかになっていくとみられる。この点、足元では海外経済の減速や円高の進行など、輸出環境を巡るリスクが高まってきているものの、世界経済は腰折れすることなく成長を続けると考えている。輸出と復旧・復興関連需要が需要面での牽引役を果たす形で、予測期間中、日本経済は回復に向けた動きが継続すると想定している。
- こうした見通しから上振れ・下振れする可能性について、特に当面は、不安定化した金融市場が自己実現的に景気を悪化させる可能性やこうした動きに対する各国当局・中央銀行の対応を注視しておきたい。加えて、①欧州ソブリンリスクや金融不安の再燃、②先進国における金融緩和の強化とマネーフローの行方、③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、④定期検査後の原子力発電所再稼動を巡る動き、⑤エネルギーコストの増大や供給制約、円高の進行などにより、企業の海外進出の動きが加速する可能性—などといった動きにも注目しておきたい。

実質 GDP 成長率は 11 年度 +1.0%、12 年度 +2.7% と予想

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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 6 月 10 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +1.0% (前回予測: 同+0.8%)、12 年度 +2.7% (同+2.7%) となった。前回予測に比べると、11 年度の成長率は上方修正、12 年度の成長率は前回予測から変化がなかった。主な修正の背景は、①4-6 月期 GDP が前回予測時点の想定を上回ったこと、②東日本大震災からの復旧・復興に向けた予算措置を前回予測時点の国費 10 兆円から 16 兆円に上方修正したこと (既に成立している平成 23 年度第 1 次・第 2 次補正予算を含む) 一などが上方修正要因となる一方、③米国や中国など海外経済の見通しを下方修正したこと一などが下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=90ドル、③財政政策は上記の通り、復旧・復興対策費用について国費 16 兆円規模の予算措置を想定、④金融政策は、予測期間中、現行の政策措置を維持。

財政政策については、上記のように復旧・復興対策費用の規模についての想定を上方修正する一方、その財源と目される所得税、法人税等の税制措置については、民主党内でマニフェスト見直し、増税に対する反対意見も根強く、月内とされる民主党代表選の結果次第で、方向性に変化が生じる可能性についても

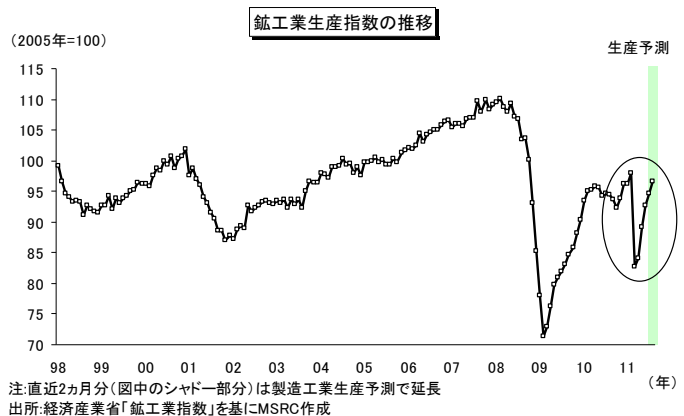
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

否定はできないなど、具体的な内容や実施のタイミングが現時点では明らかではないため、今回の前提には織り込んでいない。

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、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。一方、先般、公表された消費者物価指数の基準改定の遡及結果によると、生鮮食品を除く総合指数（コア CPI）は▲0.6%p 程度の下方改定となっている。結果として、「中長期的な物価安定の理解」の中心であるコア CPI 上昇率 1%が展望されてくるためには、相当の時間を要するとみられるため、少なくとも現状の金融緩和が長期化する可能性は高く、日銀の出口政策が具体的に視野に入ってくるのは 13 年度以降の話であると考えている。

震災からの持ち直しが進む日本経済

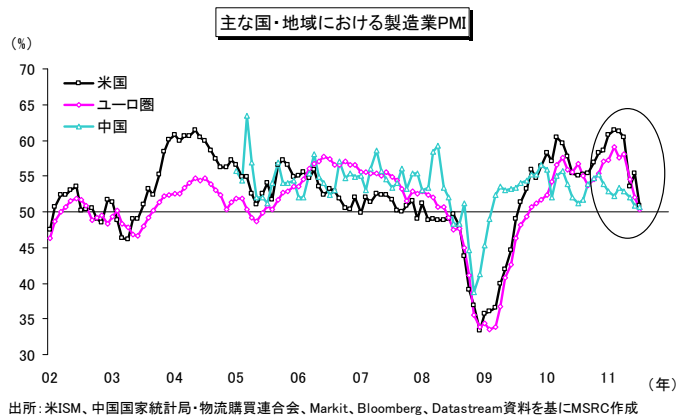
4-6 月期の実質 GDP は前期比年率▲1.3%と 3 四半期連続のマイナス成長となった。ただし、既に鉱工業生産など月次の統計で確認されているように、サプライチェーンの復旧や企業・家計のマインド改善などにより、日本経済は震災による急速な悪化から持ち直してきている。当面、特に 7-9 月期については、在庫復元を含めて生産水準を回復させる動きが続くと見込まれるため、速いペースでの持ち直しが期待される状況にある。



もっとも、生産水準は震災前に近い水準まで回復してきており、上記のような動きが一巡した後は、需要の伸びに見合う形で、持ち直しの動きは徐々に緩やかになっていくとみられる。需要面での鍵を握るのは、官民による復旧・復興需要の顕在化や海外経済の拡大を支えとする輸出の増加と考えられるが、足元では海外経済の減速や円高の進行など、輸出環境を巡るリスクが高まってきている。この点について、当方は、①米国経済が緩やかながらも回復に向けた循環を維持するとともに、②中国をはじめとする新興国では外需の安定と旺盛な内需を背景に、相対的に高めの成長が続く一などから、世界経済は腰折れすることなく成長を続けると考えており、輸出の増加基調は維持されるとみている。こうした点から、輸出と復旧・復興関連需要が需要面での牽引役を果たす形で、予測期間中、日本経済は回復に向けた動きが継続すると想定している。

世界経済の成長は継続

上記の点に関して、海外経済の動向を確認すると、①商品市況の高騰による購買力の低下、②日本のサプライチェーン寸断の影響、③新興国における金融引き締めの影響—などから、先進国のみならず、新興国においても、足元にかけて成長ペースが減速してきている。



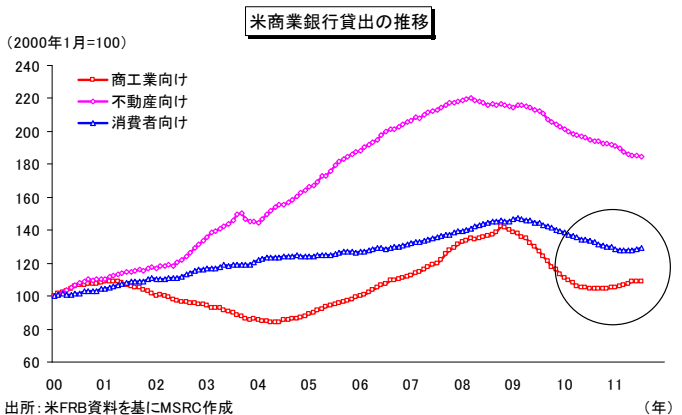
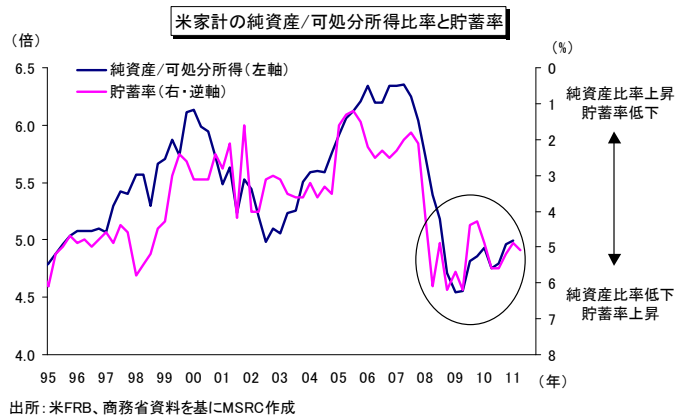
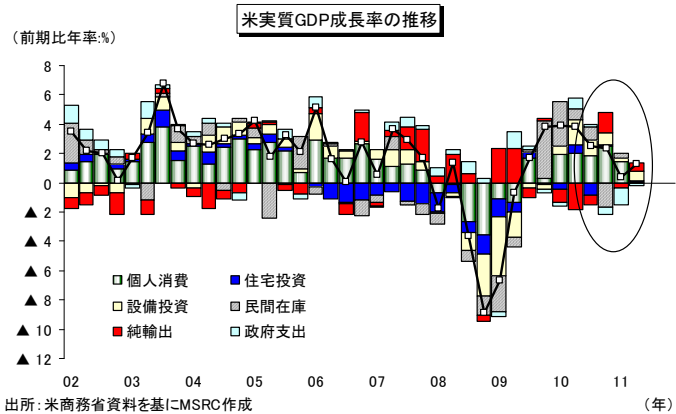
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

このうち、米国経済については、1-3月期の実質GDPが前期比年率+0.4%、4-6月期も同+1.3%に留まるなど、減速感が強まっている。減速の主因は個人消費の低迷であるが、この点については、①ガソリン価格の高騰による購買力の圧迫、②日本のサプライチェーン寸断の影響による自動車販売の低迷一などが影響している一方で、消費の基盤となる可処分所得は増加が続いている。足元では、ガソリン価格の高騰も一服し、自動車の生産や販売にも持ち直しの兆しがみられるなど、年前半の減速の主因となった動きが一巡しているほか、5月、6月と低迷が続いた雇用についても、7月は前月比+11.7万人と持ち直している。

確かに、現在の米国経済は、バブル崩壊後の住宅市場の低迷が続いているほか、緩やかな内需の回復ペースや不安定な金融市場の動向などにより、企業が先行きに慎重な姿勢を崩していないため、雇用の増加ペースに弾みがつきづらい状況が続いている。結果として、商品市況の高騰などのショックに対して脆弱な面を残している点は否めないだろう。

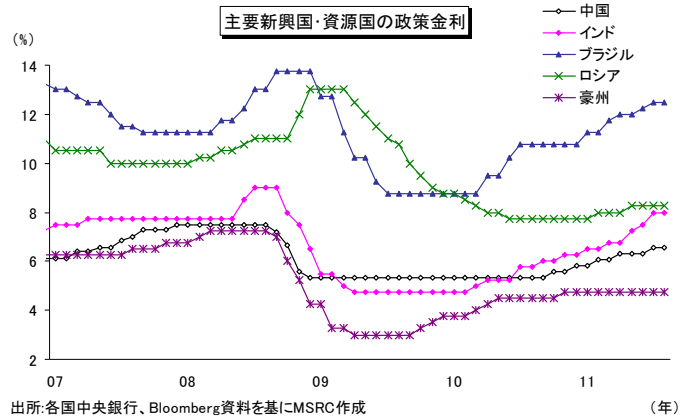
しかしながら、企業収益の増加が続くもとで、緩やかながらも設備投資や雇用が増加する動きは維持されており、今年の前半を除けば個人消費も底堅く推移しているなど、回復に向けた生産・所得・支出の循環は動き始めている。金融危機以前に比べれば、消費者が債務返済を進めていたり、厳しい雇用・所得環境のもとで消費に対して慎重であったりするため、貯蓄率は高水準であるが、一段と消費を抑制する動きが強まっているわけではない。また、担保価値の悪化が続く住宅ローンの縮小傾向は続いているものの、景気回復の動きが続くもとで、商工業向け貸出に続き、消費者ローンの減少にも歯止めが掛かるなど、信用供与の制約も和らいできている。こうした点から、メイン・シナリオとしては、かつてのような高成長までは期待しづらいまでも、米国経済の回復基調は崩れておらず、一時的な要因が和らいでくるにつれて、持ち直しに向かう可能性が引き続き高いと判断している。ただし、既に消費マインドや企業マインドに悪化の動きがみられるように、金融市場の不安定化が長期化する場合には、自己実現的に景気が悪化に向かう可能性も否定はできない状況であるため、当面の動きを注視する必要がある。



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。

新興国については、上記のように金融引き締めの影響により、成長ペースが鈍化してきている。ただし、こうした動きは、インフレ抑制に向けて、過熱気味ともいえた成長ペースが巡航速度に回帰していく動きであり、全体としてみれば、実質金利はなお緩和的な水準であることに加えて、生産年齢人口の増加と所得水準の向上、都市化、インフラ整備の進展など、内需が引き続き旺盛であることを踏まえると、景気の腰折れを招く可能性は低い。また、商品市況の高騰が一服したことを受けて、インフレ圧力も和らいでいくとみられるため、既に一部の国では確認されてきているように、金融引き締めのスタンスにも変化が生じてこよう。とりわけ、注目される中国経済については、積極的な財政政策の余地が残されており、投資を牽引役として9%台の成長が確保される可能性が高いとみている。中国経済の安定は、資源国やアジア諸国などへの波及も含めて、世界経済を下支えすることになる。以上の点から、先進国需要や金融市場が安定化に向かうことが前提条件とはなるが、新興国では先進国に比べて高めの成長が続く可能性が高いと考えている。

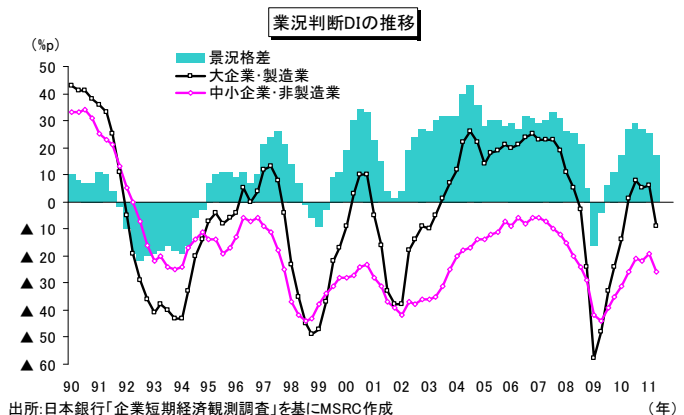


このように、米国経済の回復の動きが続くとともに、新興国が相対的に高めの成長を維持するもとの、世界経済の拡大の動きが継続し、ひいては日本の輸出の回復を支えていくと考えている。

復旧・復興需要が支えも、日本経済の課題は山積

以上のように、輸出が増加基調を維持するとともに、内需につい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旧・復興需要が支えとなろう。また、企業が今回の震災による経済の悪化について、供給ショックによる短期的な動きとの期待を有していたとみられることから、設備投資や雇用の調整は限定的なものに留まっており、設備投資については日銀短観など各種の調査では総じて、底堅い計画が示されているほか、先行指標である機械受注も緩やかな増加基調を維持している。雇用に関しては、上記のような期待を基に、人的資本維持の観点から、経済活動の落ち込みに比べて雇用調整を限定的に留めたため、経済活動が回復に向かっても雇用の回復が遅れる可能性に留意が必要であるものの、総じてみれば、輸出の増加や復旧・復興需要の顕在化を起点とする回復の動きが徐々に内需へと波及していくものとみられる。

もっとも、震災前からの課題である賃金・デフレ圧力の根強さ、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。このため、日本経済は全体とし



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

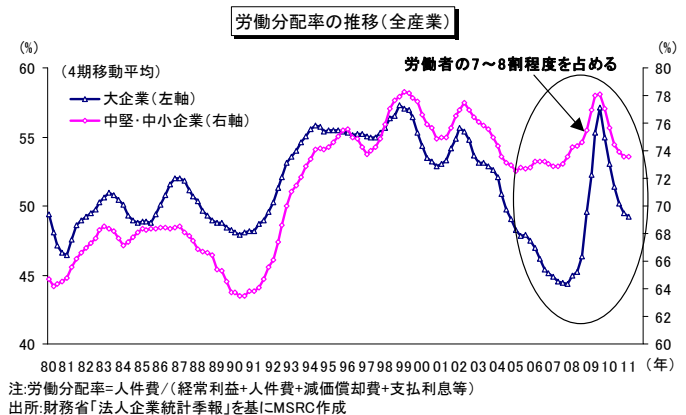
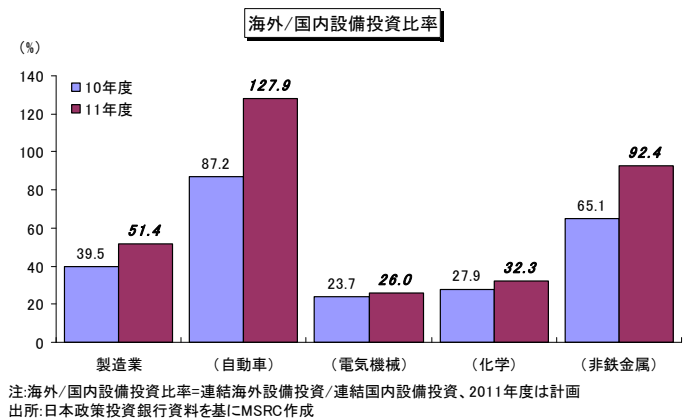
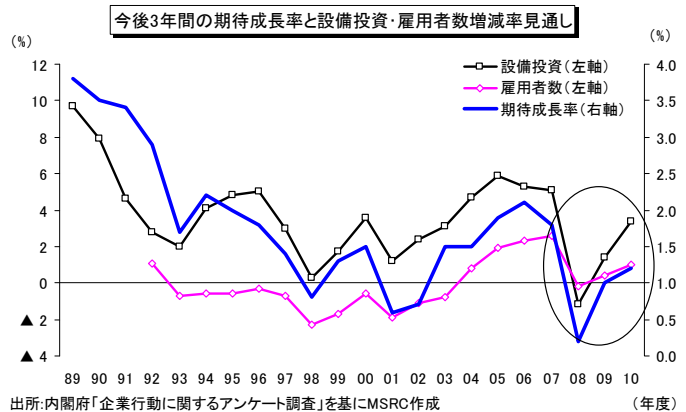
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

てみれば、輸出の増加や復旧・復興需要の顕在化を支えに回復に向けた動きが継続するものの、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構造に変化はないとみている。こうしたなか、日銀短観（6月調査）で、内需に依存する度合いの大きい中小企業・非製造業における業況判断や設備投資計画に慎重さが窺われたように、海外経済の成長を享受しやすい大企業・製造業が回復の牽引役となる一方、中小企業や家計にとっては実感なき回復の動きが継続する可能性が高いと考えている。

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、コスト面で新興国に対抗するのは容易ではない。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いる。実際、日本政策投資銀行の設備投資計画調査（資本金10億円以上の大企業）によると、11年度の国内設備投資計画は前年度比+7.3%と堅調な計画となっているが、海外設備投資に関する調査をみると、製造業では国内投資が前年度比+21.4%の計画となる一方、海外投資は同+54.7%と伸び率は大きく上回っており、海外/国内投資比率は10年度の39.5%から11年度は51.4%へ上昇する計画となっている。また、国内計画の投資動機をみると、能力増強が低下傾向にある一方、維持・補修が過去最高になっている。能力増強投資は需要が拡大する海外を優先している可能性が示唆されよう。

このため、輸出や企業収益の回復が、国内における生産や設備投資、雇用、賃金の増加を通じて、国内に波及する動きが徐々に弱くなってきている可能性がある。また、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う状況（労働分配率の低下）が続くものとみられる。

また、上記のように、傾向として既に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

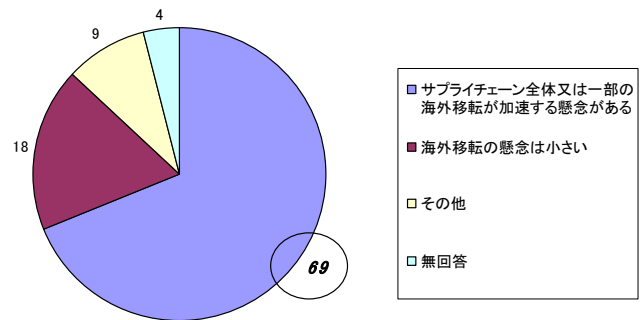


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

滞などから企業の海外進出の動きが相次いでいるなか、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見直し（企業が生産拠点や調達網を海外にシフトさせたり、海外企業が日本から調達先を分散させたりする可能性）、電力供給の制約・コストの増加などといった要因が企業の海外進出の動きを加速させる恐れがある。例えば、エネルギー・環境会議が公表した資料によると、定期検査終了後も原子力発電所が再稼働しない場合、来夏にはピーク需要に対して、約1割の電力供給が不足し、原子力発電所による発電量を火力発電により代替した場合、電力コストは約2割上昇するとされている。今夏は企業や家計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）により、電力問題は当初、懸念されていたほどには回復の制約要因とはならなかったものの、原子力発電所の稼働停止が長引けば、来年以降についても、追加的な負担が生じる可能性が高い点には注意が必要であろう。

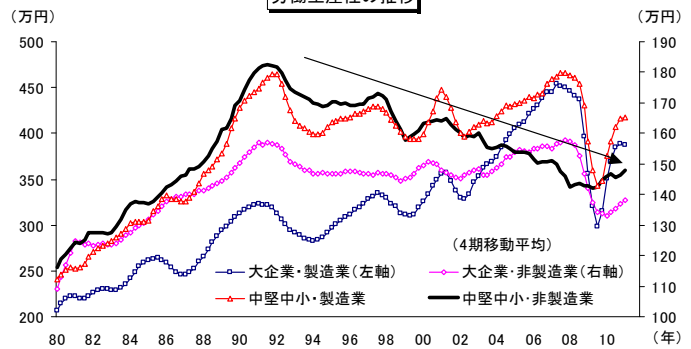
震災の影響によるサプライチェーンの海外移転の可能性



注：経済産業省が5月に行ったアンケート調査結果、国内の製造大企業163社よりの回答
出所：経済産業省資料を基にMSRC作成

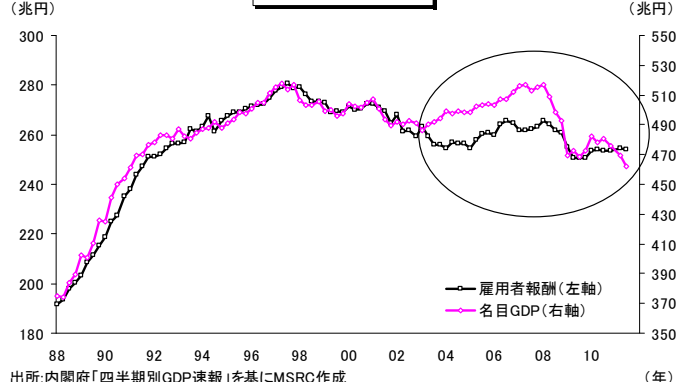
一方、国内の動きに目を転じると、雇用の大半を占める中小企業、非製造業は国内需要の低迷（その裏側としての供給過剰構造）や交易条件の悪化（世界経済の成長に伴う川上分野における価格の上昇圧力と販売価格のデフレ）などが重石となっており、収益力や生産性が低迷していることから、賃金を引き上げる余力に乏しいものの、相対的に資本に比べて労働に依存する度合いが大きいため、結果として労働分配率が高止まりしている状況にある。また、内需のパイが拡大せず、過剰供給構造が温存されている一方、グローバル化による競争の激化や長年にわたる所得の低迷による消費者の根強い低価格志向などにより、川上における物価上昇圧力が強まるなかでも、価格転嫁の動きは限定的なものに留まり、コスト抑制を図る必要に迫られている。このように、中小企業・非製造業の賃金が上昇するためには、供給サイドからみれば過剰供給構造の是正、需要サイドからみれば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。

労働生産性の推移



注：労働生産性=付加価値/従業員数、付加価値=経常利益+人件費+減価償却費+支払利息等とした
出所：財務省「法人企業統計季報」を基にMSRC作成

雇用者報酬と名目GDP



出所：内閣府「四半別GDP速報」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。

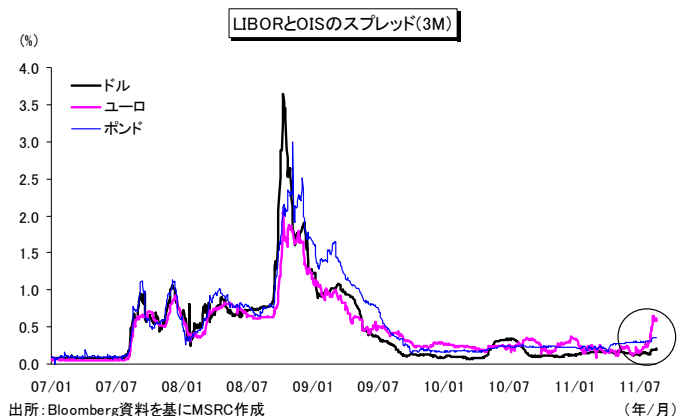
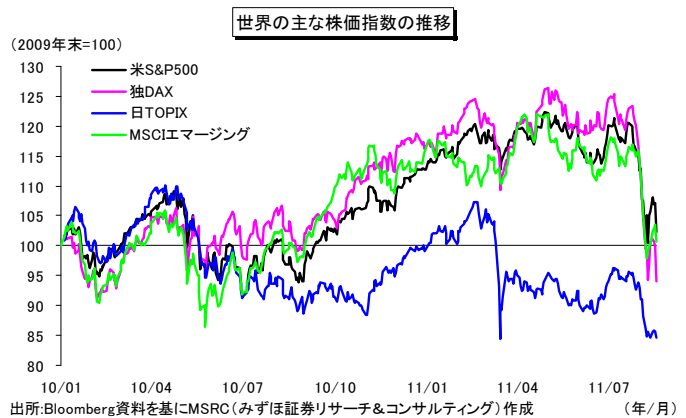
このように、日本が抱える問題は山積しており、とりわけ社会保障や財政の持続可能性を維持するためにも、成長力を強化し、経済のパイを拡大する取り組みは不可欠といえる。その際、新興国の台頭という環境変化に直面するものの、資源に乏しく、人口減少下にある日本が成長するためには、外需の取り込みが不可欠であり、問題は、外需を取り込む力の強化とそれによって得られた所得をいかに国内の成長に結び付けていくかという点にある。この点、対外 M&A の積極化や国内企業の再編など、企業レベルで国際競争力の強化に取り組む動きがみられる点は明るい兆しであるが、引き続き生産性向上や収益力強化に取り組むことが期待される。

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。また、需要が低迷し、供給過剰構造に陥っている分野から、成長が期待される分野への経営資源のシフトを促していく必要がある。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や新陳代謝を促したり、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。

輸出環境を巡るリスクに注意

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。

とりわけ、足元、金融市場でリスク回避、質への逃避の動きが強まっている点には当面、注意が必要であろう。こうした動きのキッカケは米大手格付け会社 S&P による米国価格付けの引き下げ (AAA→AA+) であったかもしれないが、背景としてはイタリア、スペインへの債務問題の波及懸念、米財政再建を巡る民主・共和両党の対立の強まり、世界経済の減速懸念などが同時期に重なってしまったことで先行きに対する不透明感が強まった結果ではないかと捉えている。欧米の政治による問題解決能力に疑問符が付けられたこと、それによる政策の手詰まりも含めて景気の先行きに対する懸念が高まってしまったということである。とりわけ、救済国における世論の反発もあり、欧州債務問題の波及

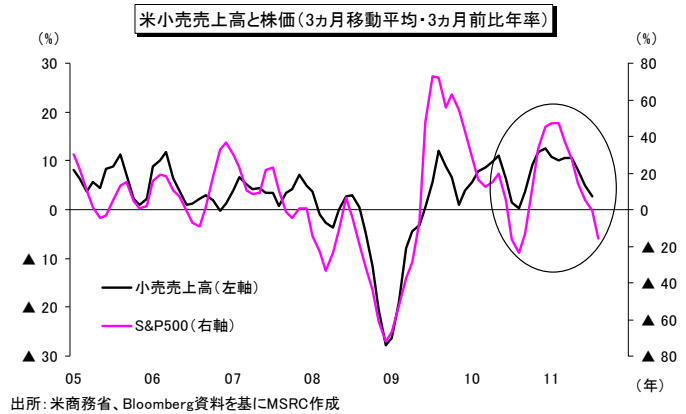


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

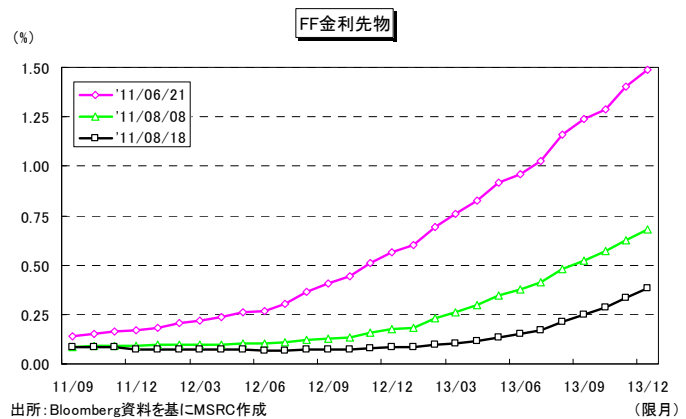
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

阻止に向けた一段の対策（EFSFの増額やユーロ共同債の導入など）に対する意見対立が依然として残っている点は、欧州の金融システムに対する懸念を惹起しかねない情勢となってきた。

上記のように、当方は世界経済の成長は維持されると考えており、その点からすれば、足元の動きは市場の懸念が過度に増幅されたものであるため、値ごろ感の高まりなどにより自律的に反発する可能性も考えられる。ただし、問題はこうした金融市場の混乱、とりわけ株価の大幅な下落が、家計の逆資産効果や企業マインドの悪化などにより、自己実現的に経済の悪化をもたらしかねない点である。米国は消費に占める高所得層の割合が大きいと、株価の変動が消費に影響を及ぼしやすい。また、これまでもみられたように、企業マインドの慎重化が雇用の手控えにつながる可能性もある。バブル崩壊の重石が残るなかで低成長が続き、ショックに対して脆弱な状況下であることを考えると、こうした動きには注視が必要であろう。また、世界的に貿易・金融面での結びつきが強まっていることを考えると、先進国に変調が見られた場合、新興国も無傷ではいられないことは、リーマン・ショック後の経験からも明らかである。



このため、市場が落ち着きを取り戻していくかどうかという点が経済の先行きを考える上でも重要なポイントとなる。この点、さらなる混乱が続いた場合には、何らかの具体的な政策対応を求める声が強まる可能性もあろう。その際、先進国では財政状況の悪化などから、財政政策の余地は乏しい。また、大統領・議会選挙を来年に控えて強まる一方となっている米国の党派対立や欧州の危機波及を阻止する対策を巡る意見対立が早急に解消に向かうかどうかについては不透明感が強い。自ずと高まってくるのが中央銀行に対する期待であり、実際に日銀の追加緩和に加え、ECBでは固定金利・金額無制限の資金供給オペの継続（6ヵ月物は再開）を前倒して発表し、さらにはイタリアやスペインの国債購入に踏み切ったとみられるなど、対策を打ち出してきている。そして、8/9のFOMC声明文では、「現時点では現在の異例な低金利政策を正当化する経済状況が少なくとも2013年半ばまで続くと考えている」として、時間軸を明確化するとともに、追加緩和の手段を議論し、必要であればこうした措置を採用する用意があるとされた。果たして、今後市場が落ち着きを取り戻すことができるかどうか、仮に、そのために必要であれば各国の当局や中央銀行がどのような政策対応を打ち出していくのかという点は、当面、特に注視しておきたい。



この他、外部環境に関するリスクとしては、①欧州ソブリンリスクや金融不安の再燃、②先進国における金融緩和の強化とマネーフローの行方、③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が下振れリスク、②、③は上振れに

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

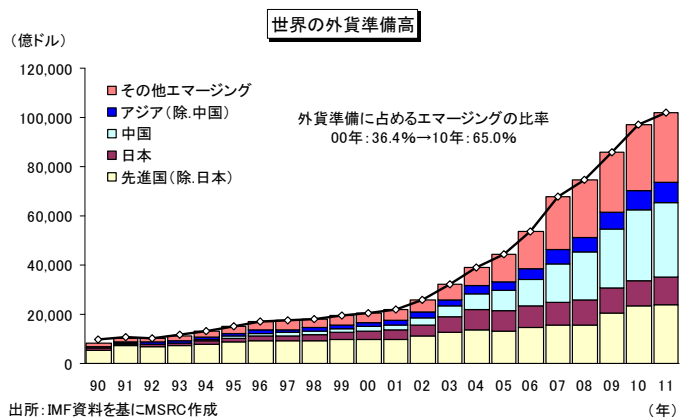
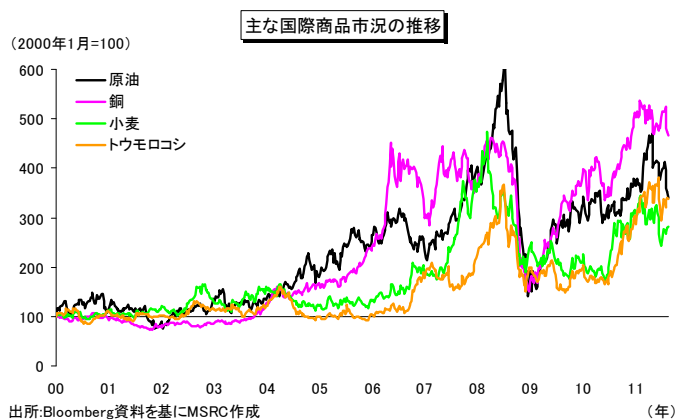
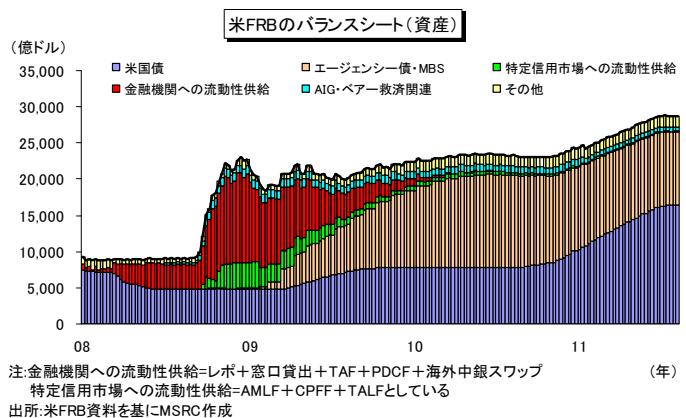
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

も下振れにもなりうるが、短期的には上振れリスクとなる一方、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。また、国内における動きに関しては、④定期検査後の原子力発電所再稼働を巡る動き、⑤エネルギーコストの増大や供給制約、円高の進行などにより、企業の海外進出の動きが加速する可能性一などの動向に注目しておきたい。

上記のリスク要因のうち、②、③はこれまでの予測においても注目してきた点であるが、先進国が財政の制約もあり低成長に留まる見方が強まっていること、既に追加的な金融緩和措置を打ち出してきているが、財政政策の制約が金融緩和の長期化につながる可能性が高まっていることからすると、足元ではリスク回避の姿勢が強まっているものの、今後とも注意を怠れないと考えている。注目している点は、昨年のQE2の導入観測以降、今年前半にかけての展開が再現される可能性である。

具体的には、まず②について、先進国における金融緩和が強化ないし長期化されるという見通しが強まっているため、市場が落ち着きを取り戻し、世界経済の成長が腰折れすることなく維持されるのであれば、大枠として利回り追及の動きが生じやすい状況が続くとみられる。こうしたなか、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、低成長かつ金利水準が低位に留まる先進国から、相対的に成長期待が強く、金利も高水準である新興国に資金が再び流入する可能性が考えられよう。また、人口が多く、資源を大量に消費する新興国の成長期待が回復してくれば、足元では調整の動きにあるが、再び商品市場への資本流入が活発化する可能性もある。商品市況の上昇については、交易条件の変化により、先進国の所得や購買力が圧迫されるほか、新興国ではインフレ圧力の高まりにより金融引き締めを迫られるなど、世界経済の制約要因となりかねない点は、今年前半にみられた通りである。

この時、問題となるのが③である。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を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（安全性、流動性の観点からみて、今回の格下げが米国債離れにつながる可能性は低いと考えてい



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)。いわば、新興国は高成長を維持しており、インフレ圧力が強い状況で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。

このような資金の流れが生じた場合、商品市況の上昇や新興国の高成長から、再びインフレ圧力が強まる可能性が考えられる。そして、問題は、過熱を抑制するために再び利上げを実施したとしても、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、今後とも注意したいところである。

この点に関しては、市場が落ち着きを取り戻した場合のマネーフローの行方、そして新興国サイドでは、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という点を注目しておきたい。

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強まり、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、足元における金融市場の不安定化の行方、市場が安定化した場合のマネーフローの行方と新興国における政策の舵取り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。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わらずとも大きくいため、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。◆

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。

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 (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	▲ 0.9	0.6	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 1.4	1.8	1.7	0.4	0.0	0.2	0.0	▲ 0.1	0.4	▲ 0.6	1.8
実質GDP	▲ 0.1	1.0	▲ 0.6	▲ 0.9	▲ 0.3	1.9	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3	0.2	2.3	1.0	2.7
(前期比年率)	▲ 0.5	3.9	▲ 2.5	▲ 3.6	▲ 1.3	7.8	3.8	2.8	2.6	2.1	1.3	1.0			
*国内需要	▲ 0.5	1.2	▲ 0.6	▲ 0.7	0.4	1.2	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	1.4	1.4	2.3
*民間需要	▲ 0.4	1.2	▲ 0.4	▲ 0.8	0.2	1.0	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	1.4	0.8	1.4
民間最終消費支出	▲ 0.4	0.9	▲ 0.9	▲ 0.6	▲ 0.1	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	▲ 0.2	0.8
民間住宅	▲ 0.1	2.1	2.8	0.2	▲ 1.9	1.6	2.6	1.8	1.5	1.2	0.8	0.6	▲ 0.3	3.1	6.1
民間企業設備	2.4	1.1	0.1	▲ 1.4	0.2	2.2	1.9	1.3	1.1	1.0	0.7	0.5	4.2	2.6	4.7
*民間在庫品増加	▲ 0.5	0.5	0.0	▲ 0.3	0.3	0.3	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	0.0	0.1	0.1	0.5	0.5	0.1
*公的需要	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0	▲ 0.0	0.6	0.9
政府最終消費支出	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.2	2.1	1.8
公的固定資本形成	▲ 5.3	▲ 2.2	▲ 5.8	▲ 1.0	3.0	5.0	1.5	4.0	5.5	2.5	▲ 0.5	▲ 1.0	▲ 10.0	5.3	11.6
*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	0.3	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.8	0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	▲ 0.0	0.9	▲ 0.4	0.4
財貨・サービスの輸出	6.7	0.7	▲ 1.0	0.0	▲ 4.9	7.0	3.4	1.8	1.4	1.0	0.7	0.3	17.0	2.0	7.2
財貨・サービスの輸入	4.9	2.6	▲ 0.6	1.5	0.1	2.7	1.9	1.2	0.9	0.8	0.7	0.5	11.0	5.0	4.6
GDPデフレーター	▲ 2.0	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 2.2	▲ 1.0	▲ 0.7	▲ 0.2	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 1.9	▲ 1.6	▲ 0.9

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 (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	21.3	14.0	5.9	▲ 2.5	▲ 6.8	1.0	4.4	8.4	14.2	7.3	4.5	3.1	8.9	1.8	7.1
(前期比)	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 4.0	7.5	3.2	1.8	1.2	0.9	0.5	0.4			
国内企業物価	0.2	▲ 0.2	1.0	1.7	2.4	2.6	0.4	▲ 0.4	▲ 1.4	▲ 0.8	1.0	1.1	0.7	1.2	0.0
消費者物価(生鮮食品除く)	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.2	0.2	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.0	▲ 0.5
完全失業率(%)	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3	4.3	5.0	4.6	4.4
名目雇用者報酬	1.2	1.2	0.9	0.6	0.1	0.4	0.2	▲ 0.1	0.2	0.3	1.0	1.2	1.0	0.1	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	84.2	81.0	82.5	86.0	89.0	88.0	88.0	89.5	90.5	81.9	84.5	88.9
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	4.0	1.5	2.3	3.0	4.5	3.5	4.4	3.0	4.8	16.1	11.4	15.7
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	1.18	1.10	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20			

注:消費者物価の予測は2010年基準。完全失業率は東北3県を除くベース。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。