

国内経済ウォッチ (No.11-84)

2011年11月17日
広告審査番号 MFB154-111117-01
MSRC 審査番号 06-B-111117-01

日本経済概観 (2011年11月)

投資調査部 宮川 憲央

ポイント

- 足元までの日本経済は、震災による悪化からの持ち直しの動きが続いているものの、サプライチェーンの復旧に伴う速いペースでの回復の動きは概ね一巡している。こうしたなか、海外経済の減速や円高の進行、消費マインドの改善やテレビの駆け込み需要の一巡などから、足元にかけて持ち直しのペースは鈍化してきている。
- 今後の日本経済については、回復ペースは需要の伸びに見合う形で次第に緩やかになっていくとみられるものの、海外経済の拡大を背景とする輸出の増加や官民による工場設備、住宅、社会インフラなどの復旧・復興需要を支えに回復に向けた動きが継続する可能性が高いと引き続きみている。ただし、こうした見通しに対しては、欧州債務問題の広がりをはじめとして、下振れリスクが引き続き大きい状況にあり、今後とも注視が必要と考えている。
- 米国では年前半の低成長から持ち直す動きがみられ、新興国では金融引き締め動きが一巡してきているなど、過度な景気減速懸念は後退していく方向にある。ただし、欧州では、包括的な危機対策への合意がなされたものの、政治情勢の混迷もあり、市場の懸念は沈静化しておらず、緊張状態が続いている。対応を誤れば、欧州との貿易の縮小や信用収縮圧力の強まりなどといった世界経済に対する下振れリスクが顕在化する可能性が考えられるため、欧州情勢については引き続き注意が必要であると考える。

持ち直す米国経済と緊張が続く欧州情勢

足元までの日本経済は、震災による悪化からの持ち直しの動きが続いているものの、サプライチェーンの復旧に伴う速いペースでの回復の動きは概ね一巡している。こうしたなか、需要面での生産の牽引役である輸出は供給制約の解消に伴う回復の動きが概ね一巡する一方で、海外経済の減速や円高の進行などから、足元にかけて増勢が鈍化しているため、生産の増勢は6月までに比べて鈍化している。また、個人消費は、雇用・所得環境の厳しさが残るなか、消費マインドの改善や地上デジタル放送への移行を控えたテレビの駆け込み需要の一巡などもあり、足元では持ち直しの動きが一服している。一方、設備投資は増加基調を維持しており、雇用環境の悪化にも歯止めが掛かってきているものの、ともに回復のペースは緩やかなものに留まっている。

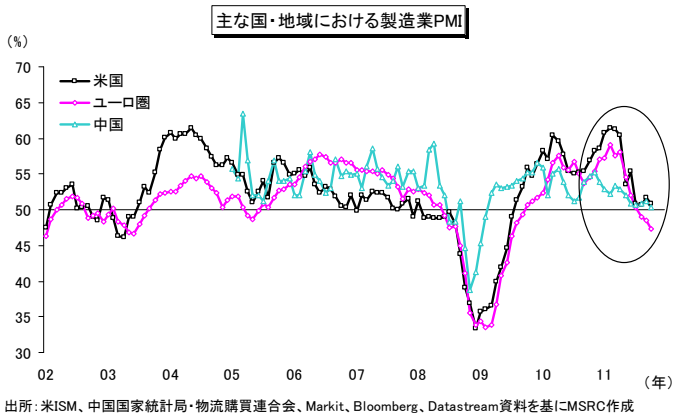
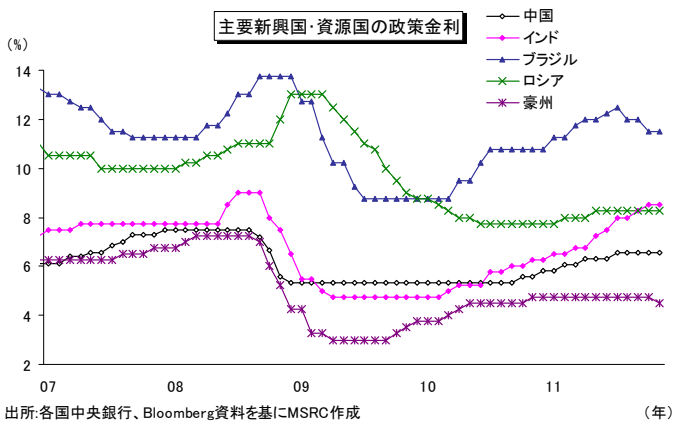
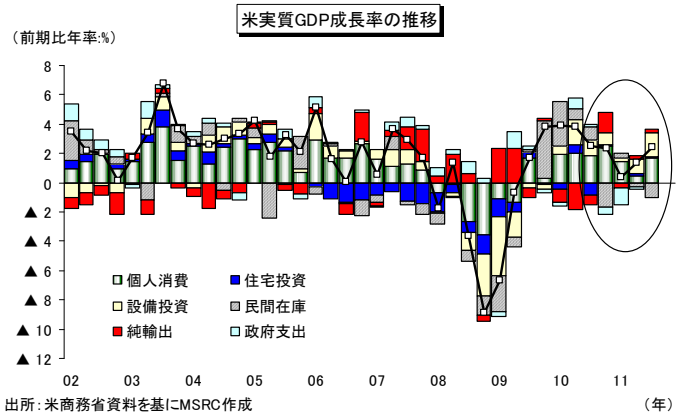
今後の日本経済については、回復ペースは需要の伸びに見合う形で次第に緩やかになっていくとみられるものの、海外経済の拡大を背景とする輸出の増加や官民による工場設備、住宅、社会インフラなどの復旧・復興需要を支えに回復に向けた動きが継続する可能性が高いと引き続きみている。ただし、こうした見通しに対しては、欧州債務問題の広がりをはじめとして、下振れリスクが引き続き大きい状況にあり、今後とも注視が必要と考えている。

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。

海外経済の動向をみると、まず、米国については、住宅市場の低迷や信用の伸び悩みなどバブル崩壊の重石が残るもとで、今後の回復の足取りの重さに対する懸念は残るものの、7-9月期の実質GDPが前期比年率+2.5%と、前期に比べて成長ペースが上向くなど、年前半における低成長からの持ち直しは確認されてきている。10月の経済指標をみても、緩やかながら雇用の増加基調は維持されており、小売売上高や鉱工業生産は堅調に推移しているなど、回復に向けた循環は維持されているといえよう。また、新興国については、景気減速懸念の高まりやインフレ圧力の緩和を受けて、金融引き締め動きが一巡してきており、ブラジル、インドネシアなど利下げに転じる国も出始めてきている。もともと内需が旺盛であるところに、減速の要因であった金融引き締め動きが一巡してくるため、新興国は引き続き相対的に高めの成長を維持する可能性が高い。

このように、実体経済面では年前半の低成長をもたらした動きー商品市況の高騰、日本のサプライチェーン寸断、新興国における金融引き締めなどーが一巡するなかで、過度な減速懸念は後退する方向に向かいつつあるといえるだろう。各国・地域における製造業PMIの動きをみても、緊縮財政と信用収縮が懸念される欧州については一段と悪化しているものの、米国、中国については、10月はともに低下したものの、悪化に歯止めが掛かる兆しも見受けられる。

もっとも、こうした見方についても、欧州債務問題への対応を誤れば、①緊縮財政政策の強化や金融機関の資本増強に伴うリスク資産の圧縮などが欧州経済の下振れにつながり、アジアを通じた間接的な影響も含めて、わが国輸出の下振れ要因となる可能性、②リスク回避の動きの再燃が海外経済の減速（企業マインドの悪化や株安による逆資産効果など）や一段の円高の進行をもたらす可能性、③欧州における金融システム不安の台頭が米国など域外へ連鎖的に波及する可能性、④新興国からのリスクマネーの逆流や欧州金融機関のバランスシート調整圧力が新興国向けのエクスポージャーの圧縮にも及ぶ可能性ーなどといった、世界経済に対する下振れリスクが顕在化する可能性が考えられるため、欧州情勢については引き続き注意が必要であると考えている。



その欧州については、10/26のEUおよびユーロ圏の首脳会議では、①民間投資家が保有するギリシャ国債の元本削減率を50%に引き上げるなど、追加のギリシャ支援策、②レバレッジの活用や新発国債への保証付与による、EFSFの実質的な融資能力拡充、③欧州銀行の資本増強などを柱とする包括的な危機対策が合意されたものの、引き続き債務問題を巡る懸念は沈静化しておらず、緊張状態が続いている。今回の対策については、ギリシャの債務負担を軽減するとともに、他のユーロ加盟国や金融システムに対する不安への波及を回避するための方策という点で、方向性としては正しい方向に向かっていると考えている。ただ、今回の合意はあくまでも大枠であり、EFSFの融資能力拡充などにおけるスキームの細部については検討事項が残されていることに加えて、その実現性（海外や民間からEFSFへの資金の取り込み、民間銀行がどの程度、債務交換に応じるかどうかなど）に不透明感を残している。

欧州債務問題に対する包括策の概要

<ギリシャ支援>

- ▶ 民間が保有するギリシャ国債の元本削減率を50%に引き上げ
- ▶ ギリシャの債務/GDP比を2020年までに120%に引き下げる(10年末では140%程度)

<EFSFの実質的な融資能力拡充>

- ▶ 現在4400億ユーロの融資能力を1兆ユーロ程度に引き上げ

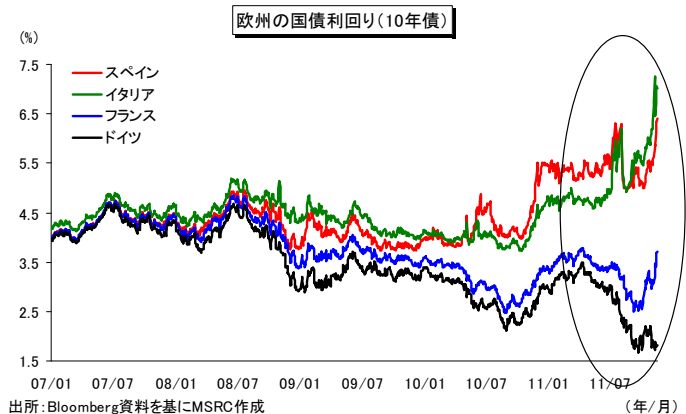
<欧州銀行の資本増強>

- ▶ 12年6月末までにコアTier1比率で9%へ引き上げ
- ▶ EBA(欧州銀行監督機構)の暫定試算では、所要自己資本額は1064億ユーロ
- ▶ 銀行のタム物資金調達に政府保証を付与

出所: MSRC作成

それ以上にクローズアップされたのが政治情勢の混迷であろう。ギリシャのパパンドレウ首相は包括対策の合意後、唐突に国民投票を実施することを表明し、結果次第ではユーロ離脱やデフォルトの可能性が生じることになるため、市場に混乱をもたらした。その後、国民投票の実施は取り下げられ、野党との連立政権樹立で合意がなされたものの、パパンドレウ首相は辞任に至った。また、イタリアでは、ベルルスコーニ首相に対する信認が低下し、財政再建に向けた施策の実現性に懐疑的な目が向けられるなか、イタリア国債の取引証拠金が引き上げられたことを契機として、10年債利回りが一時7%を突破するなど、急速に金利が上昇した。緊縮財政に対する国民の不満が強まるもとの、適切な財政再建策を実行する政治のリーダーシップに不安を投げかけられているといえる。

問題は、上記のように、イタリアのような大国を支援する枠組みが現時点では整備されていないことであり、足元ではスペイン、さらにはフランスにも金利上昇の動きが広がっている。イタリアはプライマリー・バランスが黒字であるなど、フローの財政収支は比較的健全であり、ギリシャと異なりソルベンシー（支払能力）に疑問符がつくような状況には本来、陥っていない。ただ、市場の不安が高まれば、自己実現的に流動性リスクが高まるほか、財政の悪化、金融機関の損失拡大、实体经济の悪化という悪循環が深刻化していくリスクがある。そして、金融システム懸念の高まりや金融機関の資本増強、債務不安国支援のための財政負担の増大などといった構図で、他国へも財政不安が広がっていくことになる。こうした事態に歯止めをかけるためには、政治への信認回復（この点では、ギリシャ、イタリアともに新首相は実務能力に対する信頼感が高いものの、政治的な基盤には乏しく、来年には選挙も控えているため、不透明感が残りやすい）とともに、EFSFの融資能力向上の早期実現で危機の拡大を阻止する姿勢を具体的な行動で明確にすることが必要であろう。11月～12月にかけては包括合意に関する細部の決定がなされていくため、こうした動きが市場の懸念を和らげることができるかどうか、そうでなければ、ECBが金融システム危機を回避するために、さらなる国債の買



入

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

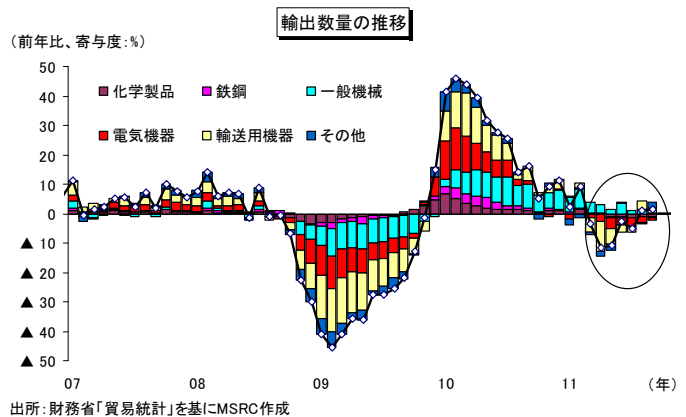
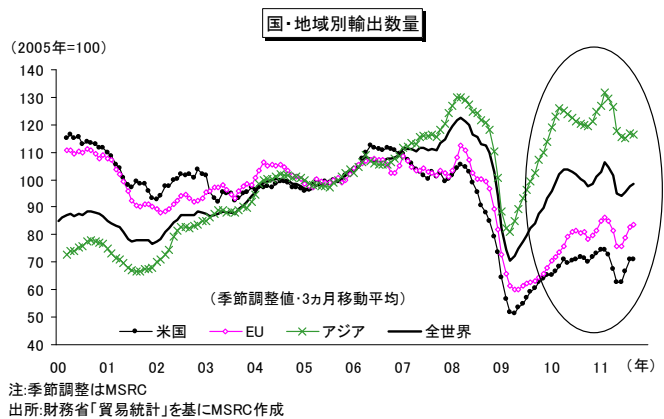
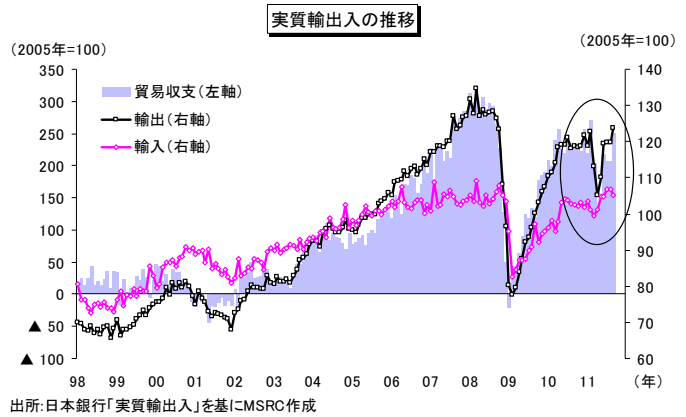
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

入れを実行するかどうか注目されるところである。対応が後手にまわるほど事態は悪化し、欧州との貿易の縮小や信用収縮圧力の強まりなどといった世界経済への下振れリスクが増大することになるため、欧州情勢の行方については引き続き注視が必要である。

輸出の増勢は鈍化も、一部の先行指標には持ち直しの兆し

9月の輸出数量は前年比+1.5%（前月：同+0.9%）となり、前月に比べて増加幅を拡大した。また、日銀発表の9月実質輸出は前月比+3.4%と5ヵ月連続の増加となっている。総じてみれば、輸出は7、8月にかけて増加が足踏みする動きがみられるなど、供給制約の解消に伴う速いペースでの回復が一巡する一方で、海外経済の減速や円高の進行などもあり、基調としては、持ち直しのペースは鈍化してきているものの、当月は持ち直しの動きがみられており、足元にかけて輸出の増加基調は維持されているとみられる。なお、エネルギー価格の高騰や発電用需要の増加などから、鉱物性燃料を中心に輸入の増加が続いているものの、当月は輸出の増加もあり、貿易収支は2,962億円の黒字となっている（ただし、季節調整値では▲218億円と6ヵ月連続の赤字）。

輸出数量について、地域別の動きをみると、アジア向けが前年比▲2.8%（前月：同▲1.8%）、米国向けは同▲0.4%（同+6.1%）、EU向けは同+3.2%（同+4.1%）となっており、アジア向けの回復が引き続き遅れている。また、商品別の動きをみると、サプライチェーンの復旧を受けて、輸送用機器が2ヵ月連続で前年比増加となる一方、海外経済の減速や在庫調整圧力の強まりを反映して、一般機械の増勢が鈍化しているほか、化学製品や鉄鋼、電気機器では前年比での減少が続いている。この点について関連指標の動きをみると、電気機器の先行指標となる韓国や台湾における半導体・電子部品関連の出荷・在庫バランスや生産に下げ止まる兆しがみられており、在庫調整圧力が和らいでくる動きを示唆したものかどうか、当面の動向が注目される。一方、資本財輸出の先行指標となる機械受注・外需は、9月には前月の大型案件による押し上げの反動により再び減少しており、基

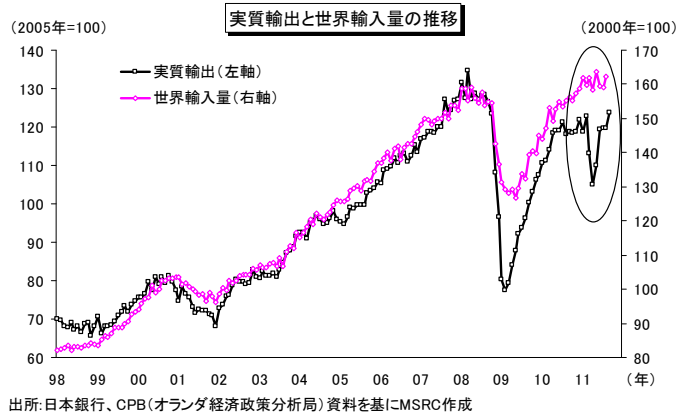


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

調として下げ止まりつつあるのかは明確ではない。また、上記のように、10月の製造業PMIは各国・地域とも低下したものの、米国については、在庫が低下する一方、わが国輸出数量の先行指標となる新規受注が改善するなど、内容的には評価できる動きといえる。このように、わが国輸出の先行指標の一部には持ち直しの兆しもみられる状況になりつつある点は、今後の輸出を考える上で、前向きな動きと考えている。

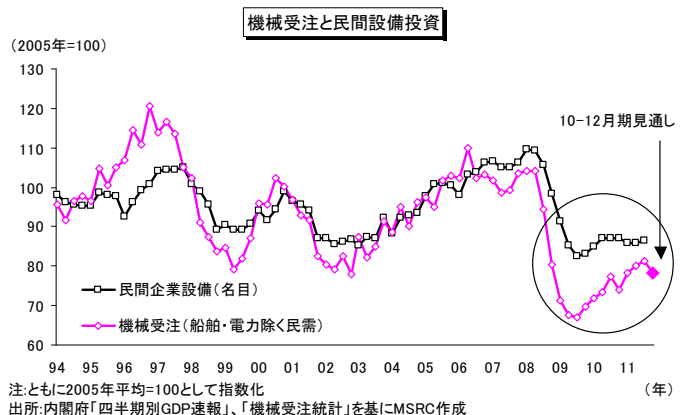
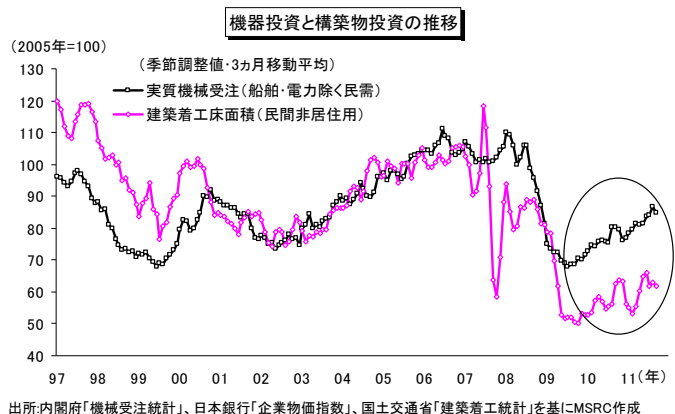
当面の動きを考えると、供給制約の緩和に伴う回復局面が概ね一巡しているだけに、改めて海外経済の動向が重要となってくる。この点、米国経済は年前半における低成長からの持ち直しの動きが確認されてきており、新興国における金融引き締めも一巡してきている。こうした点から、海外経済は持ち直しに転じ、わが国輸出、ひいては震災後の日本経済を需要面から支えていくと引き続き想定しているが、上記のように、当面は欧州情勢次第で世界経済の下振れリスクが顕在化する可能性も否定はできないため、引き続き注視が必要と考えている。また、グローバルに競争が厳しくなっている状況であるだけに、円高の進行に伴う価格競争力の低下が数量面から輸出に及ぼす影響にも注意が必要であろう。



設備投資は緩やかに持ち直しも、機械受注見通しは増勢が一服する可能性を示唆

設備投資に関して足元の動きを確認すると、機器投資の一致指標となる資本財総供給指数は9月に前月比▲6.7%（輸送機械を除くベースでは同▲10.3%）となった。基調としては、資本財供給は震災後の落ち込みから持ち直した後、足元では弱含みの動きとなっている。また、機器投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需、以下同）は9月に前月比▲8.2%と大幅な減少となった。もともと、機械受注は振れの大きい統計であるが、当月の動きについても、前月に大幅な増加（前月比+11.0%）となった反動によるものとみられ、足元にかけての基調としては緩やかな持ち直しの動きが続いているとみられる。この点、建築投資の先行指標となる建築着工床面積（民間非居住用）の動きをみても、緩やかな増加基調にある。

ただし、内閣府による機械受注の10-12月期見通しが前期比▲3.8%と弱含みの内容となっており、生産の増勢が鈍化するとともに、海外経済の減速や円高の進行などにより先行きに対する不透明感も強い状況にあることから、企業が不要不急の投資をひとまず先送りしている可



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

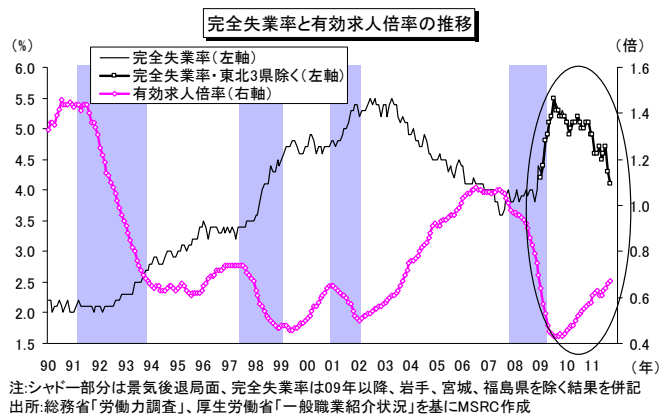
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

能性も考えられるため、当面の動向には留意しておきたい。

今後については、経済活動や企業収益の持ち直しに加えて、被災した工場設備の復旧需要が生じると見込まれること、こうした点もあり、総じて企業の設備投資計画は底堅い結果となっていることなどから、設備投資は緩やかに持ち直していくとみている。ただし、先行きに対する企業の慎重な姿勢もあって、設備投資の回復ペースが加速していく様子は現時点では窺われない。また、上記のように、短期的には海外経済の減速や為替円高の進行が企業マインドを一段と慎重化させる可能性に注意が必要であることに加えて、より長い目でみれば、新興国の高成長が続く一方、内需の低迷が続くもとの、企業の期待成長率が低位に留まっていることなどから、海外での投資を積極化させる一方、国内での投資の回復が緩やかなものに留まるといった問題は残されている。この点、今回の震災を受けて企業の生産拠点分散の動きが広がる可能性に加えて、電力供給への不安やエネルギー・コスト増大に対する懸念が広がったり、足元の円高水準が定着したりする場合には、こうした動きが加速してしまう可能性も否定はできないため、今後とも注意が必要と考えている。

雇用・所得環境に厳しさが残るなか、消費持ち直しの動きも一服

9月の完全失業率（当月より、労働力調査は全国結果の公表が再開されている）は4.1%となった。前月との比較が可能な岩手、宮城、福島県を除くベースでみても4.1%（前月：4.3%）と前月から低下し、有効求人倍率は0.67倍（同0.66倍）と前月から改善した。失業率の変動要因をみると、就業者数が前月比+30万人、失業者数は同▲16万人、非労働力人口は同▲6万人となっており、当月の失業率の低下は、就業者数の増加を伴うという点で、限界的には雇用環境の改善を示す動きといえる。ただ、労働力調査はサンプル入れ替えの影響などから、振れの大きい動きを示すことがある点に留意が必要である。この点、当月は雇用の先行指標となる新規求人数（前月比▲1.5%）の増勢が一服したほか、毎月勤労統計の常用雇用指数は前年比+0.5%（前月比▲0.1%）となっており、総じてみれば、雇用環境は緩やかに改善しているとはいえ、改善の動きが加速している動きまでは窺われず、厳しさを残す状況といえるだろう。



今後については、経済活動の持ち直しにつれて、雇用環境も改善していくとみられるものの、この間、企業が今回の経済の悪化が短期的に留まるとの期待のもと、人的資本維持の観点などもあり、経済活動の落ち込みに比べて、雇用調整を限定的なものに留める動きがみられたため、経済活動が回復するなかであっても、雇用回復のペースは緩やかなものに留まる可能性が高いと考えている。加えて、サプライチェーンの復旧に伴う国内経済の回復も一巡したところに、海外経済の減速、円高の進行など事業環境への懸念材料が出てきているだけに、企業は雇用の増加に対して、当面は慎重姿勢を続ける可能性も考えられる

賃金面の動きをみると、9月の現金給与総額は前年比横這いとなった。内訳をみると、所定内給与が前年比横這い、所定外給与は同+0.2%、特別給与は同▲3.1%となっている。所定外給与は再び前年比増加に転じたものの、生産の増勢鈍化に伴い、増加幅は小幅に留まっているほか、所定内給与は抑制された状態が続いている。

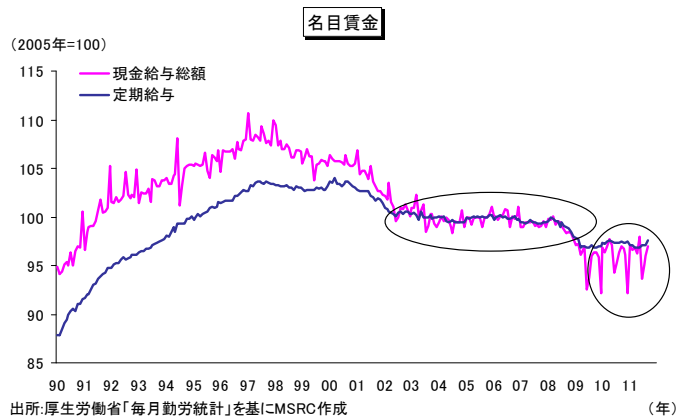
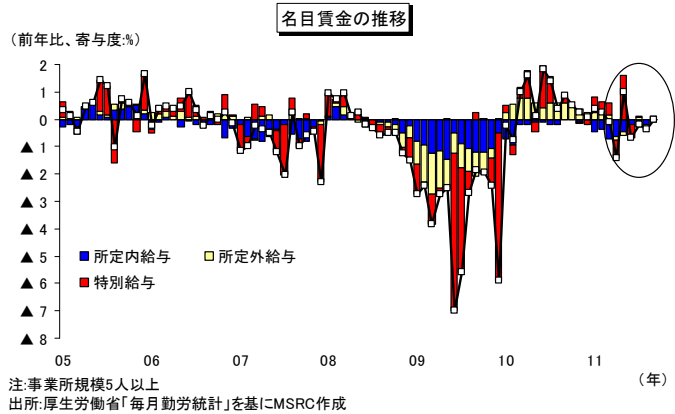
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

当面、震災により企業収益が少なくとも短期的には大幅に悪化していることから、特別給与を中心に賃金の減少傾向が続く可能性がある。その後、経済活動の持ち直しを受けて、賃金も次第に下げ止まっていくとみられるものの、基本給である所定内給与が伸び悩んでいるという状況は震災以前から続いており、今後についても、労働需給が緩和した状況が続くことに加えて、①グローバル化に伴う企業間競争の激化、とりわけ競争相手としても市場としても新興国が台頭するなかで、固定費である賃金の抑制姿勢が続くと見込まれること、②雇用の大宗を占める中小企業は、内需低迷（供給過剰）やデフレなどの影響を受けやすいことから、相対的に厳しい経営環境にあり、とりわけ非製造業において、賃金引上げの原資となるべき生産性の低迷が続いていること一などから、こうした状況が続くものとみられる。このため、今後、震災からの復興の動きが顕在化してくるとしても、家計の雇用・所得環境は、経済全体の回復に比べて遅れるとともに、なかなか回復の動きが波及しづらいというこれまでの姿に変化はないとみられる。

個人消費の動向を確認すると、内閣府が発表する9月の消費総合指数は前月比▲0.6%と、3ヵ月連続の低下となった。地上デジタル放送への移行を控えたテレビの駆け込み需要の一巡などに伴い、震災以降の消費持ち直しの動きは一服している。なお、消費マインドの関連指標をみると、10月の景気ウォッチャー調査（家計動向関連の現状判断DI：前月差+1.3p）が3ヵ月ぶりの上昇となる一方、消費者態度指数は前月差横這いに留まるなど、マチマチの動きとなっているが、基調としては、震災以降のマインドの改善ペースも足元では一服してきている。

今後の個人消費については、雇用の改善が緩やかなものに留まり、持続的な賃金の増加が期待しづらくなかでは、個人消費の回復の勢いが強まっていくという姿は期待しづらい。また、当面の動きではないにせよ、震災からの復興や社会保障の機能強化や持続可能性確保のための財源とはいえ、こうした所得環境で家計の負担が増していく方向にあることも消費の抑制につながる可能性もある。個人消費を軸とする内需活性化の動きが顕在化する可能性はなお低く、輸出を起点に徐々に内需に波及していくという従来の回復パターンが今後も継続するとみられる。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

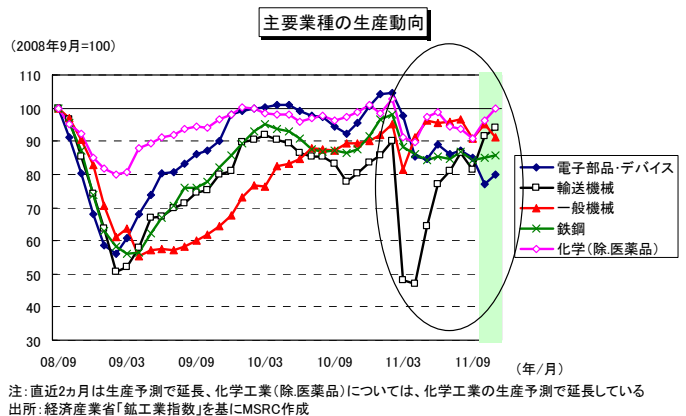
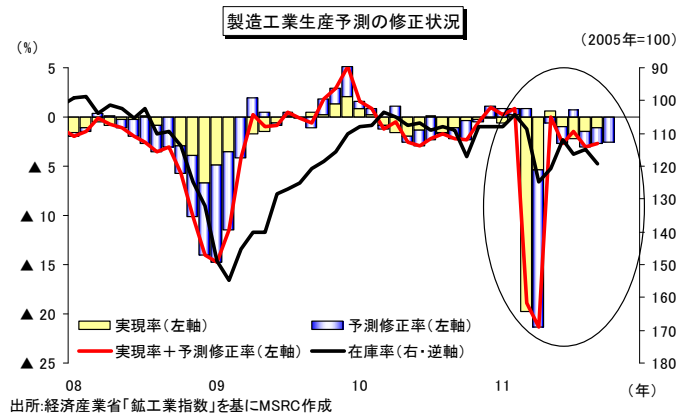
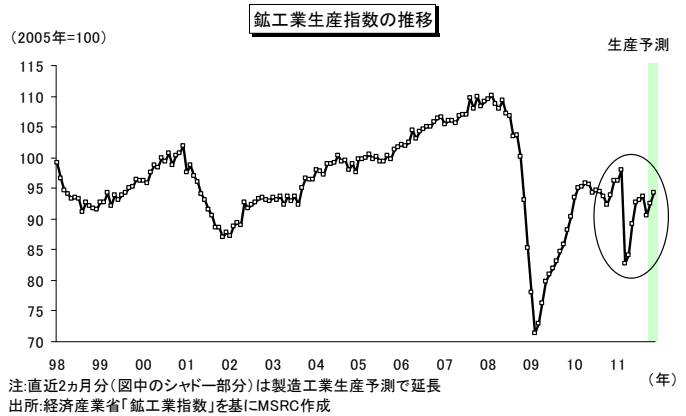
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

生産持ち直しの動きは減速

9月の鉱工業生産指数(確報)は前月比▲3.3%と6ヵ月ぶりの低下となった。サプライチェーンの復旧に伴う早いペースでの持ち直しの動きが概ね一巡するなか、海外経済の減速などにより、需要面での牽引役である輸出の増勢が鈍化していることが、足元の生産の増勢鈍化につながっているといえよう。なお、鉱工業の出荷指数は前月比▲2.0%、在庫指数は同▲0.1%、在庫率指数は同+3.8%となっている。

10月、11月の生産予測指数(製造工業)はそれぞれ前月比+2.3%、同+1.8%となっており、この予測指数に基づく、10-11月平均の生産水準は7-9月平均対比+1.1%となる。均してみれば、回復ペースは鈍化しているものの、生産の回復傾向は継続することを示唆する計画といえる。ただ、9月の実現率は▲1.1%、10月の予測修正率は▲2.6%となっており、このところ生産実績が計画に比べて下振れるとともに、翌月の計画も下方修正される傾向が続いている。メーカーの想定ほど需要が回復してこない状況を示唆しており、こうした動きが在庫の積み上がりや企業マインドの慎重化をもたらさないかどうか、当面の動きを注目しておきたい。なお、短期的には、タイの大洪水の影響により、自動車産業を中心に国内生産が一時的に下振れる可能性がある点には留意が必要であろう。

生産の内訳を業種別にみると、当月は輸送機械工業(前月比▲5.9%)、一般機械工業(同▲6.1%)、電気機械工業(同▲7.4%)、情報通信機械工業(同▲7.8%)、電子部品・デバイス工業(同▲2.3%)などを中心に、17業種中15業種で生産が低下した。基調としては、輸送機械工業では、出荷が持ち直していることに加えて、在庫を復元させる動きが当面は引き続き期待される。一方、海外経済の減速などから、一般機械工業の生産が伸び悩んできているほか、鉄鋼業や化学工業などの素材産業では生産の低迷が続いている。また、電子部品・デバイス工業については、生産予測では10月に大幅な減産が見込まれているなど、弱含みの動きが続いているが、9月の生産実績が計画を上回ったほか、在庫および在庫率が2ヵ月連続で低下するなど、限界的には在庫調整圧力が和らぐ兆しもみられる。上記のように、韓国や台湾でも出荷・在庫バランスの低下に歯止めが掛かる兆しが見受けられる状況になってきているため、電子部品・デバイス工業における生産調整に歯止めが掛か



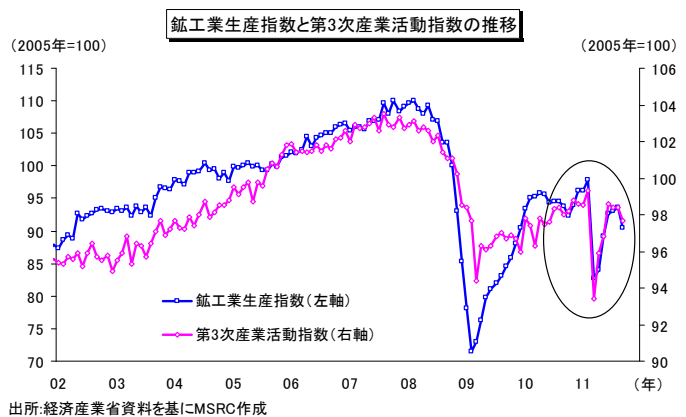
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

るかどうか、当面の動向を引き続き注目しておきたい。

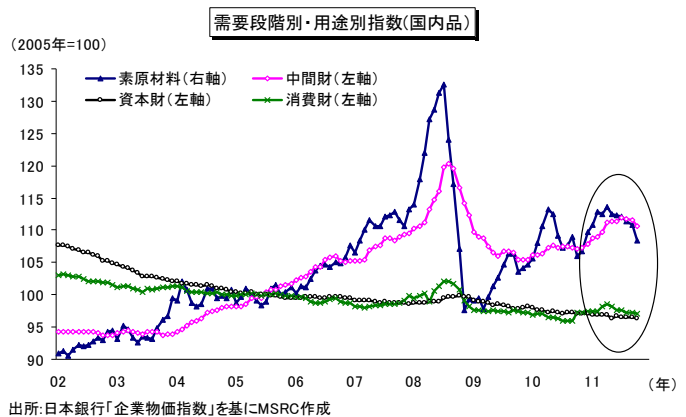
今後については、サプライチェーンの復旧に伴う速いペースでの持ち直しが概ね一巡しているため、回復のペースは次第に需要に見合う形で、徐々に緩やかになっていくとみられる。この点、官民による復旧・復興需要が支えとなる一方で、海外経済の減速や円高の進行など、生産の牽引役である輸出環境を巡るリスクは引き続き高い状況にある。当方は、緩やかながらも先進国経済の回復の動きが維持され、新興国が相対的に高めの成長を辿るもとの、世界経済の拡大が続き、ひいては日本の輸出も増加が続くとみているが、欧州債務問題の広がりや金融市場の不安定化や世界経済の下振れにつながっていくかどうか、引き続き注視が必要と考えている。

非製造業の動きをみると、9月の第3次産業活動指数は前月比▲0.7%と2ヵ月ぶりの低下となった。内訳をみると、卸売業、小売業（前月比▲2.2%）、情報通信業（同▲2.6%）、生活関連サービス業、娯楽業（同▲2.6%）などで低下する一方、学術研究、専門・技術サービス業（同+3.1%）、医療、福祉（同+0.6%）、宿泊業、飲食サービス業（同+0.8%）などで上昇となっている。今後については、上記のように個人消費の増勢が一服してきているほか、サプライチェーンの復旧に伴う速いペースでの生産回復局面が一巡してきていることなどから、第3次産業の持ち直しの動きも緩やかなペースに落ち着いていこう。なお、建設業については毀損した住宅や社会インフラの復興需要が徐々に顕在化していく動きが支えになるとみられる。



川上におけるインフレ圧力は一服

10月の国内企業物価指数は前年比+1.7%（前月：同+2.5%）と前月に比べて上昇幅を縮小、前月比では▲0.7%（夏季電力調整後では同▲0.4%）の低下となった。需要段階別（国内品）の内訳をみると、素原材料（前年比+2.5%）、中間財（同+3.2%）、最終財（同▲0.5%）となっており、中間財の上昇幅が前月に比べて縮小したほか、たばこ価格引き上げの影響が一巡したこともあり、最終財は8ヵ月ぶりに前年比で下落に転じた。国際商品市況の下落に伴い、川上におけるインフレ圧力は和らいできている。



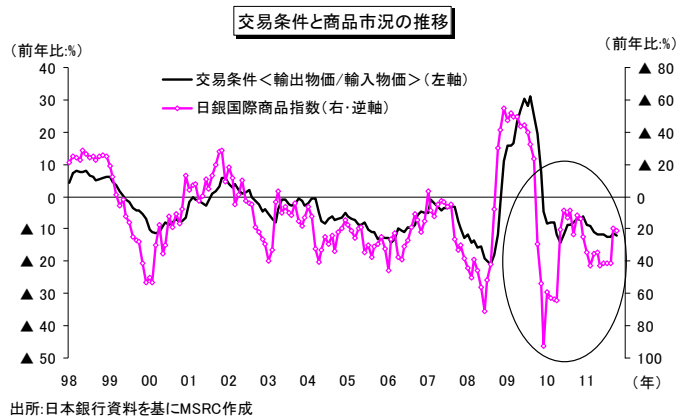
交易条件に関する動きについて、10月の輸出入物価（円ベース）の動きを確認すると、輸入物価指数が前年比+11.5%（前月：同+10.0%）の上昇となる一方、輸物価指数は前年比▲1.9%（前月：同▲1.8%）の下落となっている。足元にかけての円高の進行にもかかわらず、現時点では明確に交易条件が改善するところまでは確認されていないものの、上記のように商品市況の下落につれて、川上からの物価上昇圧力が一服してきているため、限界的にみれば交易条件の悪化には歯止めが掛かってきている。なお、9月の製造業投入・産出物価の動きを確認すると、

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。

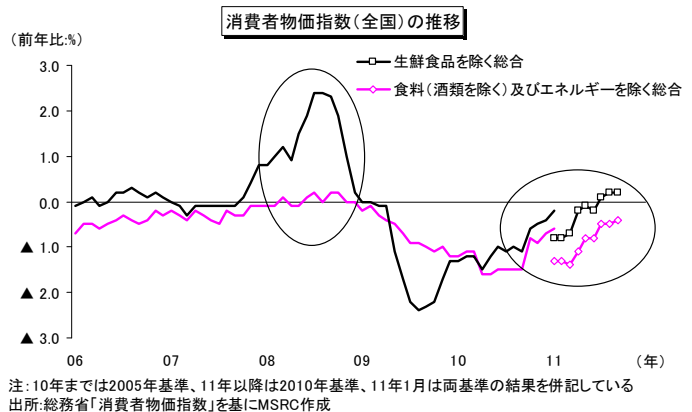
投入物価(サービスを含む)が前年比+5.0%(前月:同+5.8%)となる一方、産出物価は同+2.4%(同+2.5%)となっている。

上記のように、商品市況の高騰に歯止めが掛かってきているため、交易条件も次第に改善に向かい、所得の海外流出や企業のマージン圧迫(この点は数量面の動向も重要となるが)の度合いも和らいでいこう。ただし、川上物価の上昇ペースが引き続き相対的に高く、コスト増加を川下価格へ転嫁する動きが困難であるという状況が続いているとみられる点には、引き続き留意が必要であろう。



9月の企業向けサービス価格指数(除く国際運輸)は前年比▲0.1%(前月:同▲0.4%)と、前月に比べて下落幅が縮小した。内訳をみると、運輸、諸サービス(土木建築サービスなど)、広告の上昇幅が拡大したほか、情報通信、リース・レンタルでは下落幅が縮小した。基調としてみれば、企業のコスト抑制姿勢が根強く残るも、企業向けサービス価格の下落傾向は続いているものの、経済活動の持ち直しにつれて、その下落テンポは和らいできている。

9月の全国消費者物価指数(生鮮食品を除く総合、以下コアCPI)は前年比+0.2%(前月:同+0.2%)、「食料(酒類を除く)及びエネルギーを除く総合(以下、米国型コアCPI)」は前年比▲0.4%(同▲0.5%)となった。コアCPIは3ヵ月連続で前年比プラスとなったものの、商品市況の高騰に伴うエネルギー価格の上昇やたばこ、傷害保険料の価格引き上げの影響(コアCPIへの寄与度は+0.34%p程度、米国型コアCPIに対しては+0.48%p程度)によるところが大きく、米国型コアCPIは前年比マイナスが続くなど、基調としては依然として緩やかなデフレが続いている。



前月からの変化をみると、電気代や都市ガス代の上昇が続いたものの、ガソリンや灯油の上昇幅が縮小したことにより、エネルギーの押し上げ幅が前月に比べて縮小した。一方、テレビなどの耐久財の下落幅が縮小したほか、外国パック旅行の上昇幅が拡大したことなどから、教養娯楽の下落幅が縮小する動きが続いている。

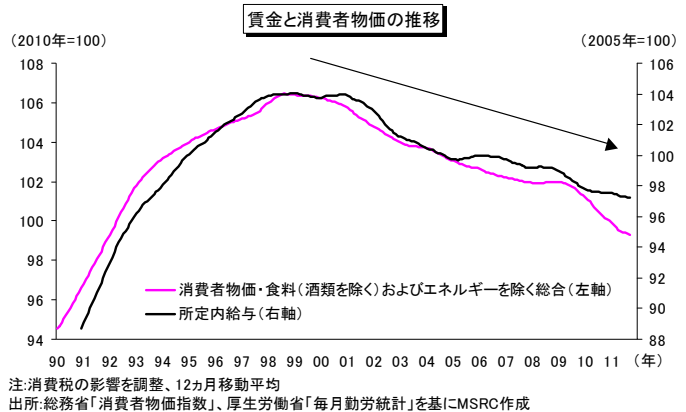
10月の東京都区部コアCPIは前年比▲0.4%(前月:同▲0.1%)、米国型コアCPIは同▲1.0%(同▲0.4%)となり、たばこ、傷害保険料の価格引き上げの影響が一巡したことなどから、ともに前月に比べて下落幅が拡大した。内訳をみると、生鮮食品を除く食料の下落幅が縮小したほか、エネルギーはガソリン価格が下落する一方、電気代、都市ガス代の上昇が続いていることから、前月から上昇幅を拡大している。一方、その他の動きをみると、教養娯楽(外国パック旅行、宿泊料など)や住居の下落幅が前月に比べて拡大している。CPI採用品目における下落品目の割合が縮小するなど、基調としては物価下落のペースは和らい

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。

できているとみられるものの、そこから物価の上昇が展望できる状況までには至っていない。

今後の全国コアCPIについては、東京都区部の結果でも確認されたように、10月にはたばこ、傷害保険料の価格引き上げの影響が一巡するため、再びマイナスに転じる可能性が高く、国際商品市況の下落に伴い、エネルギー価格が物価を押し上げる度合いも次第に薄らいでいくとみられるため、当面、コアCPIは下落が続くとみている。こうした点に加えて、①内需の拡大が乏しい状況下で、過剰供給構造が温存されるなど、依然として需給ギャップが残存するなか、②企業間競争が厳しい状況にある一方で、消費者の低価格志向は根強く残る可能性があるため、投入コストの上昇を販売価格に転嫁する動きは引き続き限定的なものに留まるとみられること、③このため、企業のコスト抑制姿勢が継続されることから、賃金の伸びも期待しづらく、こうした動きがコスト面や消費の低迷を通じて、物価下落圧力となるとみられること一などから、基調的な物価下落の動きが継続していくとみられ、物価が再び上昇に転じるには相当の時間を要する可能性が高いと引き続き判断している。



下振れリスクの高まりを受けて、日銀は金融緩和の強化を決定

財政政策面の動きをみると、10/21に平成23年度第3次補正予算が閣議決定され、予算案は11/10に衆議院で可決された。予算案の内容は、概ね、事前に閣議決定されていた「平成23年度第3次補正予算及び復興財源の基本的方針」に沿ったものであるが、与野党協議の結果、東日本大震災関連経費は1,000億円程度積み増され、9.2兆円（年金臨時財源の補てん分除く）となっている。なお、内閣府は3次補正の経済効果について、実質GDP押し上げ効果を1.7%程度、雇用創出・下支え効果を70万人程度と試算している。

復興財源を確保する措置については、与野党協議の結果、①復興債の償還期間を当初案の10年から25年に延長、②たばこ増税を見送る一方、所得税の付加税については増税期間を25年（当初案では10年）、税率は2.1%（同4%）とするほか、地方税の負担を引き上げる（退職所得にかかる税額控除の廃止、住民税の均等割を10年間にわたり1,000円引き上げ）一などといった、当初の政府案からの修正について合意されている。なお、内閣府は復興財源としての税制措置は実質成長率に及ぼす影響について、増税期間を長期化したことなどから、年当たりの負担は軽減したこともあり、平成24年度で▲0.07%、25年度で▲0.10%、26年度で▲0.06%と小幅な影響に留まると試算している。

平成23年度第3次補正予算の効果(内閣府試算)

実質GDP押し上げ効果	1.7%程度
民間最終消費支出・民間住宅	0.2%程度
民間企業設備	0.4%程度
政府最終消費支出	0.3%程度
公的固定資本形成	0.9%程度
雇用創出・下支え効果	70万人程度
雇用創出	60万人程度
雇用下支え	10万人程度

出所:内閣府資料を基に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。

平成23年度第3次補正予算のフレーム

(単位:億円)

支出		財源	
東日本大震災関係経費 (年金臨時財源の補てんを除く)	117,335 (92,438)	復興債	115,500
		税外収入	187
災害救助等関係経費	941	復興財源となる歳出削減	1,648
災害廃棄物処理事業費	3,860		
公共事業等の追加	14,734		
災害関連融資関係経費	6,716		
地方交付税交付金	16,635		
東日本大震災復興交付金	15,612		
原子力災害復興関係経費	3,558		
全国防災対策費	5,752		
その他の東日本大震災関係経費	24,631		
立地補助金	5,000		
雇用関係(重点分野雇用創造事業の積み増し等)	3,780		
節電エコ補助金等	2,324		
住宅エコポイント	1,446		
年金臨時財源の補てん	24,897		
その他の経費(災害対策費など)	3,210	税外収入	867
		東日本大震災復旧・復興予備費の減	2,343
B型肝炎関連経費	480	税外収入等	480
合計	121,025	合計	121,025

出所:財務省資料を基にMSRC作成

金融政策面の動きをみると、日本銀行は、10/27に開催された金融政策決定会合において、資産買入等の基金を50兆円程度から55兆円程度に5兆円程度増額し、金融緩和を強化することを決定した。採決結果は賛成8反対1で、反対した宮尾委員は資産買入等の基金を10兆円程度増額することを提案した。今回の増額は、すべて長期国債が対象となっており、企業の資金調達が基本的には円滑に行われている現状を踏まえ、金融市場全体に緩和効果のさらなる浸透を図ることが適当という判断に基づいている。なお、次回金融政策決定会合までの金融市場調節方針については、「無担保コールレート(オーバーナイト物)を、0~0.1%前後で推移するよう促す」として、全員一致で現状維持を決定した。また、11/15-16に開催された会合においては、金融政策の現状維持が全員一致で決定されている。

「資産買入等の基金」の増額の内訳

・2012年末をメドに買入を完了

単位:億円

	従来の 買入上限	今回増額分	新たな 買入上限
総額	500,000	50,000	550,000
資産の買入れ	150,000	50,000	200,000
長期国債	40,000	50,000	90,000
国庫短期証券	45,000	0	45,000
CP等	21,000	0	21,000
社債等	29,000	0	29,000
ETF	14,000	0	14,000
J-REIT	1,100	0	1,100
固定金利方式・共通担保資金供給オペ	350,000	0	350,000
期間3か月	200,000	0	200,000
期間6か月	150,000	0	150,000

出所:日本銀行資料を基にMSRC作成

政策決定の背景となる経済・物価情勢についての認識を、後述する展望レポートと併せてみると、12年度までの見通しが従来から下方修正されていることに加えて、国際金融資本市場や海外経済の動向など、さらなる下振れリスクにも注意が必要との認識を示している。こうした認識を踏まえたうえで、「物価安

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。

定のもとでの持続的成長経路への移行をより確かなものとするためには、金融緩和を一段と強化することが必要と判断した」とされている。また、当時は、円/ドルレートでみて、円が史上最高値を更新する状況となっていたため、海外経済が減速するもとの円高の進行が、企業マインドの悪化による需要の下振れや海外進出の加速などといった下振れリスクにつながる事態を回避するという点が、今回の決定の背景にあったのではないかと考えている。この点、10/31には財務省が円売り・ドル買い介入を実施しており、今回も8月と同様、為替介入と金融緩和が歩調を合わせる形で、一方的な円高を断固として阻止するという姿勢を明確にした措置と捉えられるのではないかと考えている。

なお、10/27の会合では、経済・物価情勢の見通しや金融政策の運営方針が示される「経済・物価情勢の展望（いわゆる展望レポート）」が公表された。このうち、現行の実質ゼロ金利政策の時間軸との関係で注目される消費者物価指数（除く生鮮食品、以下コアCPI）見通しは、13年度においても前年度比+0.5%に留まっており、「中長期的な物価安定の理解」の中心である1%程度にはなお距離がある。このため、実質ゼロ金利政策の解除には相当、時間的な距離があるといえよう。

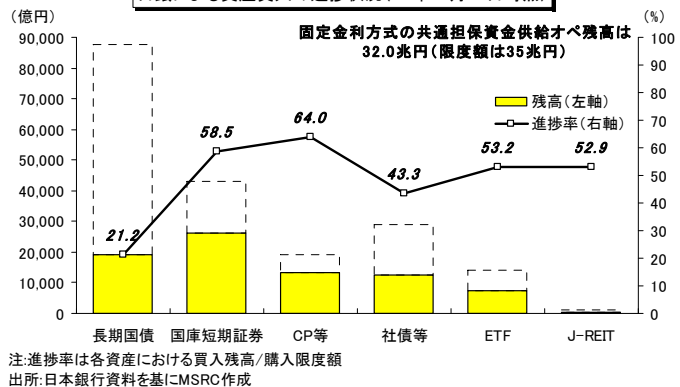
今後の金融政策については、基本的に従来のスタンスが維持されるとみられる。すなわち、物価安定のもとでの持続的成長の実現に向けて、現状の政策で引き続き緩和的な金融環境を粘り強く維持していくとともに、下振れリスクが高まる場合には、追加緩和を排除しないというものである。追加緩和の有無については、今後の海外経済や市場動向に依存するところもあるが、今回の展望レポートにおける13年度見通しにおいても、「中長期的な物価安定の理解」の中心であるコアCPI上昇率1%が展望されていない状況では、少なくとも、現状の金融緩和が長期化する可能性は高く、FRBによる時間軸および米国経済の状況も踏まえると、日銀の出口政策が具体的に視野に入ってくるのは早くとも13年度半ば以降の話であると考えている。◆

政策委員の大勢見通し(2011年10月)

	実質GDP	国内企業物価指数	消費者物価指数 (除く生鮮食品)
2011年度	+0.2~+0.4 <+0.3>	+1.7~+2.0 <+1.8>	0.0~0.0 <0.0>
7月時点の見通し	+0.2~+0.6 <+0.4>	+2.2~+2.5 <+2.4>	+0.6~+0.8 <+0.7>
2012年度	+2.1~+2.4 <+2.2>	+0.1~+0.3 <+0.2>	0.0~+0.2 <+0.1>
7月時点の見通し	+2.5~+3.0 <+2.9>	+0.5~+0.9 <+0.6>	+0.6~+0.7 <+0.7>
2013年度	+1.3~+1.6 <+1.5>	+0.7~+0.9 <+0.8>	+0.4~+0.6 <+0.5>

注:対前年度比、%、なお<>内は政策委員見通しの中央値
「大勢見通し」は各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものを各政策委員は、政策金利について市場金利に織り込まれたとみられる市場参加者の予想を参考にしつつ、上記の見通しを作成
消費者物価指数は、従来の2005年基準から2010年基準に変更されている
出所:日本銀行資料を基にMSRC作成

日銀による資産買入の進捗状況(11年11月10日時点)



【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。