

## 2011/2012 内外マクロ経済予測&lt;日本&gt;

2011年11月18日  
広告審査番号 MFB151-111118-02  
MSRC 審査番号 06-A-111118-02

## 欧州情勢に注意が必要も、復旧・復興需要を支えに回復が続く

投資調査部 宮川 憲央

## ポイント

- 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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 9 月 9 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +0.4% (前回予測: 同+0.7%)、12 年度 +2.4% (同+2.6%) となった。
- 日本経済は東日本大震災の発生に伴う経済活動の落ち込みから持ち直してきているものの、供給制約の解消に伴う速いペースでの回復が一巡し、回復ペースは需要の伸びに見合う形で、徐々に緩やかになってきている。今後については、①官民による復旧・復興需要の顕在化、②海外経済の拡大を背景とする輸出の増加—を支えに、予測期間中、日本経済は緩やかながら回復に向けた動きが継続するとみている。ただし、外需に不安を抱えるなか、民間需要の回復力は乏しく、外部ショックに対して脆弱な面を残す点には注意が必要と考えている。
- 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、欧州債務問題への対応次第で、世界経済に対する下振れリスクが顕在化する可能性には引き続き注意が必要であると考えている。加えて、①先進国における金融緩和の強化とマネーフローの行方、②景気減速懸念とインフレ圧力に対する新興国における政策の舵取りの行方、③定期検査後の原子力発電所再稼働を巡る動き、④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 +0.4%、12 年度 +2.4% と予想

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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 9 月 9 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +0.4% (前回予測: 同+0.7%)、12 年度 +2.4% (同+2.6%) となった。前回予測に比べると、11 年度、12 年度とも下方修正となっている。主な修正の背景は、①個人消費や輸出を中心に、足元にかけての減速の動きが前回想定時点よりも強まってきていること、②欧州債務問題の広がりなどを受けて、海外経済の見通しを下方修正したこと—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 = 77.50 円、②原油入着価格は 1バレル = 110ドル、③財政政策は、復旧・復興対策費用について国費 16 兆円規模の予算措置、財源確保措置は政府案や与野党協議の合意に沿って所得税など復興特別税の創設等を想定。復旧・復興対策費を除く平成 24 年度当初予算については、基礎的財政収支対象経費を方針通り 71 兆円程度に抑制すると想定、④金融政策は、予測期間中、現行の政策措置を維持。

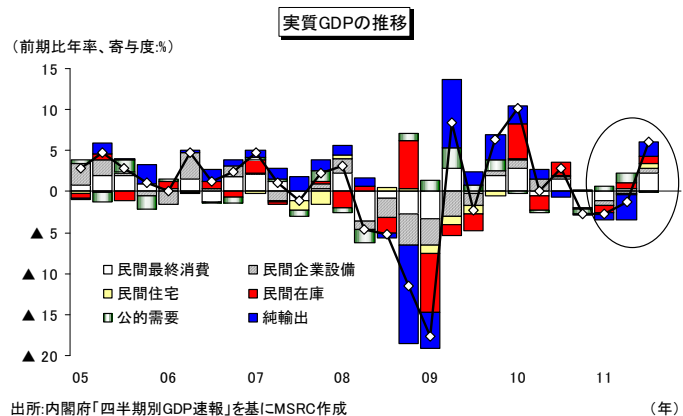
金融政策については、予測期間中、利上げも追加緩和策も具体的には想定していない。ただし、海外経済の減速や円高の進行など、景気が下振れる可能性が強まった場合や金融市場が急速な変動に見舞われる場合などには、さらなる追加緩和 (資産買入れ基金の増額など) の可能性があると考えている。一方、先般、公表された展望レポートによると、生鮮食品を除く総合指数 (コア CPI) の見通しは 13 年度 (中央値) でも +0.5% に留まり、「中長期的な物価安定の理解」の中心であるコア CPI 上昇率 1% が展望されてくるためには、相当の時間を要するとみられるため、少なくとも現状の金融緩和が長期化する可能性は高く、

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。

### 復旧・復興需要と輸出の増加に支えられて、緩やかな回復は継続

7-9月期の実質GDPは前期比+1.5%（前期比年率は+6.0%、前年同期比は▲0.0%）と4四半期ぶりかつ大幅なプラス成長となった。サプライチェーンの復旧による供給制約の緩和や個人消費の持ち直しなど、東日本大震災の発生に伴う経済活動の落ち込みから持ち直してきている動きが確認される結果となっている。ただし、鉱工業生産など月次の統計を見ると、7-9月期の高成長は6月までの持ち直しを受けて高い発射台からのスタートとなったことが寄与した面が大きく、7月以降は、供給制約の解消に伴う動きが概ね一巡するなか、海外経済の減速の影響が輸出・生産面に現れてきているため、回復ペースは鈍化している。供給制約の解消に伴う速いペースでの回復が一巡し、回復ペースは需要の伸びに見合う形で、徐々に緩やかになってきているといえよう。



今後の日本経済については、①官民による復旧・復興需要の顕在化、②海外経済の拡大を背景とする輸出の増加—を支えに、予測期間中、日本経済は緩やかながら回復に向けた動きが継続するとみている。とりわけ、12年度については、復旧・復興に向けた財政支出が日本経済を下支えする可能性が高い。

他方、輸出については、商品市況の下落、日本のサプライチェーン復旧、新興国における金融引き締めの一巡などから、海外経済は11年前半の低成長から持ち直していくとみられ、世界経済の拡大基調は維持されると見込まれる。もっとも、旺盛な内需を背景とする新興国の成長が支えとなるものの、金融危機の後遺症が残るなか、欧米をはじめとする先進国の回復が緩やかなものに留まるもとの、過去の回復局面と比べて輸出の増加ペースも緩やかなものに留まると想定している。このように、輸出の増勢が緩やかなものに留まるとともに、先行きに対する不透明感の高まりなどから、企業はコスト抑制を継続するとみられるほか、経済活動水準の低下により設備・雇用の過剰感が残るなか、設備投資や雇用など生産能力を強化する動きに対しても慎重な姿勢を維持すると見込まれるため、輸出を起点とする回復が民間需要へ波及していく動きも緩やかなものに留まろう。

以上のように、当面の日本経済は、財政支出をはじめとする復旧・復興需要に支えられるところが大きい一方で、外需に不安を抱えるなか、民間需要の回復力に乏しいため、外部ショックに対して脆弱な面を残す点には注意が必要と考えている。なお、短期的な動きとしてはタイの大洪水による生産活動への影響に留意が必要であるが、基本的には供給制約の解消に伴い回復に向かう可能性が高く、影響は一時的なものに留まると想定している。

### 世界経済の成長は継続も、先進国では金融危機の後遺症が重石に

上記の点に関して、海外経済の動向を確認すると、先進国、新興国ともに、足元にかけて成長ペースが減速してきているものの、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—などといった、減速をもたらした要因には変化が生じており、

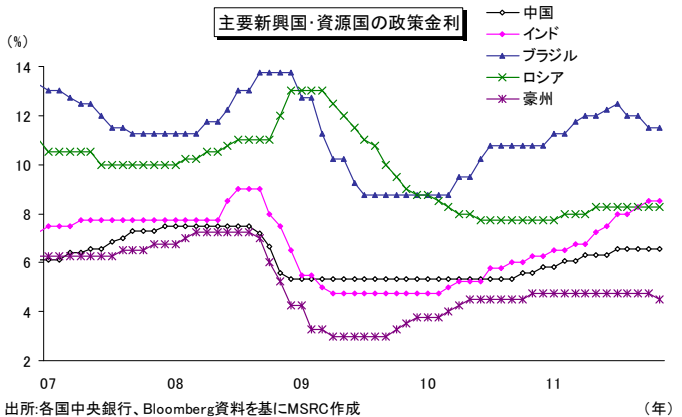
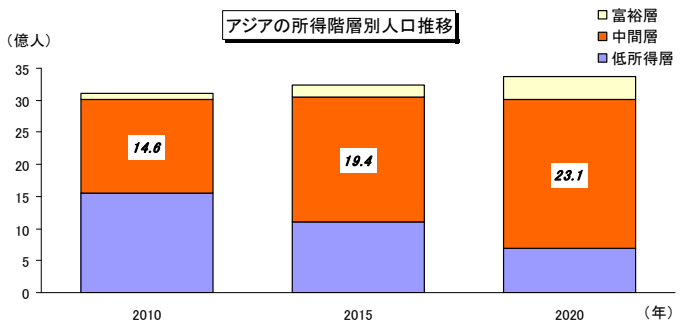
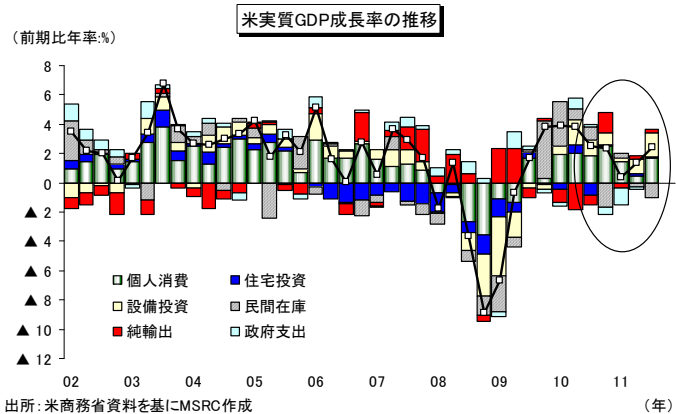
#### みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

徐々に持ち直しに転じていく可能性が高いとみている。

このうち、米国経済についてみると、11年前半は、ガソリン価格の高騰による購買力の低下や日本のサプライチェーン寸断の影響などから、低成長に留まったものの、7-9月期の実質GDPは前期比年率+2.5%と、前期に比べて成長ペースが上向くなど、持ち直しの動きが確認されてきており、10月の経済指標をみても、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。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、米国経済の回復に向けた生産・所得・支出の循環は維持されているといえよう。また、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。このため、雇用の増加基調が維持され、所得の伸びが再び高まるにつれて、個人消費も持ち直していく可能性が高い。以上の点から、後述のように、住宅・信用バブル崩壊後の重石が残るなかで、かつてのような高成長までは期待しづらいと考えているものの、米国経済の回復基調は崩れておらず、潜在成長率(2%台半ば～後半程度)並みの成長が続くとみている。

また、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、旺盛な内需を背景に高めの成長が続くという基盤は崩れていない。さらに、足元では、景気減速懸念の高まりやインフレ圧力の緩和を受けて、金融引き締めの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ほか、中国、インドにおいても今後は金融緩和(預金準備率の引き下げや利下げなど)の方向に向かうとみられる。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の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。特に、中国経済の減速に歯止め



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。

が掛かる動きとなれば、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。欧州金融機関が自己資本比率の引き上げを求められるなかで、新興国向けのエクスポージャーが圧縮される可能性に注意が必要であると考えているが、先進国と異なり、財政政策の対応余地が残されている点も新興国の支えとなろう。

このように、世界経済は全体として拡大の動きが継続し、こうしたもとの日本の輸出の増加基調も維持されると考えている。ただ、先進国では、信用供与の制約や住宅市場の調整、失業率の高止まり、財政状況の悪化などといった住宅・信用バブル崩壊の後遺症、こうした動きにより期待（潜在）成長率が低下した可能性、生産年齢人口比率の低下などが重石となり、今後の回復の足取りは重く、かつてのような高成長は期待しづらいと考えている。相対的にみれば、米国では移民の流入を含めて人口の増加が続くとともに、商工業向けや消費者向け貸出の減少に歯止めが掛かるなど、徐々に調整が進展してきており、上記のような動きが経済の足を引っ張る度合いは低下してきていると考えているが、欧州については緊縮財政の強化や信用収縮の動きが見込まれるため、一時的に景気後退に陥ったり、低迷が長期化したたりする可能性も否定は出来ない。こうしたなか、先進国需要や金融システムの安定が前提とはなるが、新興国は先進国に比べて高めの成長を維持し、世界経済に占める存在感が高まっていく方向性には変化がないとみている。

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。とりわけ、平成23年度第3次補正予算では東日本大震災関連経費として9.2兆円（年金臨時財源の補てん分除く）が計上されているなど、復旧・復興に向けた財政支出が12年度にかけての日本経済を下支えするとみられる。

他方、設備投資は緩やかに持ち直しており、雇用の悪化にも歯止めが掛かってきているとはいえ、回復ペースが加速する動きは依然としてみられていない。海外経済の減速や欧州情勢を巡る混乱、円高の進行など先行きに対する不透明感が高い状況にあるため、企業はコスト抑制を継続するとみられるほか、経済活動水準の低下により設備・雇用の過剰感が残るなか、設備投資や雇用など生産能力を強化する動きに対しても慎重な姿勢を維持すると見込まれるため、輸出を起点とする回復が民間需要へ波及していく動きは今後とも緩やかなものに留まろう。

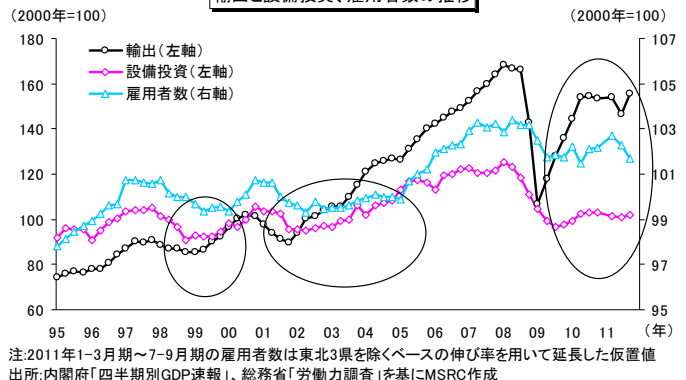
さらに、震災前からの課題である賃金・デフレ圧力の根強さ、人口減少・少子高齢化や内需低迷の長期化に伴う成長期待の低下、財政再建などといった課題は残されたままであり、個人消費を軸とした内需の

平成23年度第3次補正予算のフレーム

支出		財源	
東日本大震災関係経費	117,335	復興債	115,500
(年金臨時財源の補てんを除く)	(92,438)	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	16,835		
東日本大震災復興交付金	15,812		
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・復興準備費の減	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

輸出と設備投資、雇用者数の推移



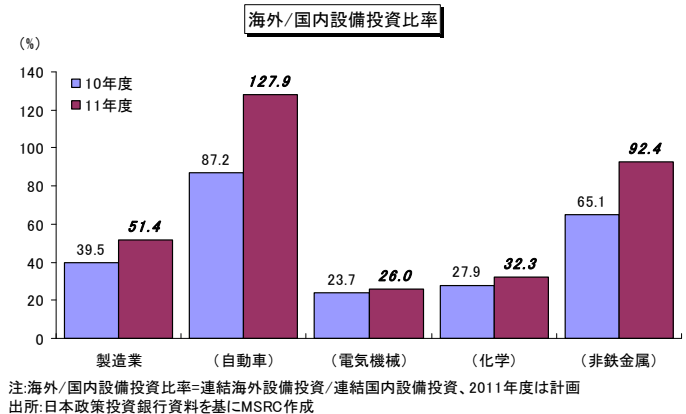
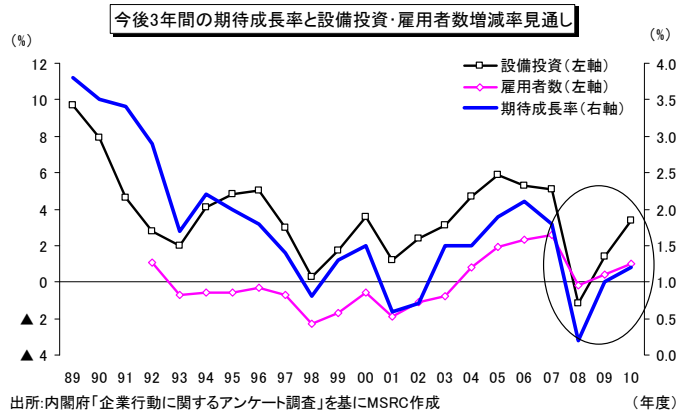
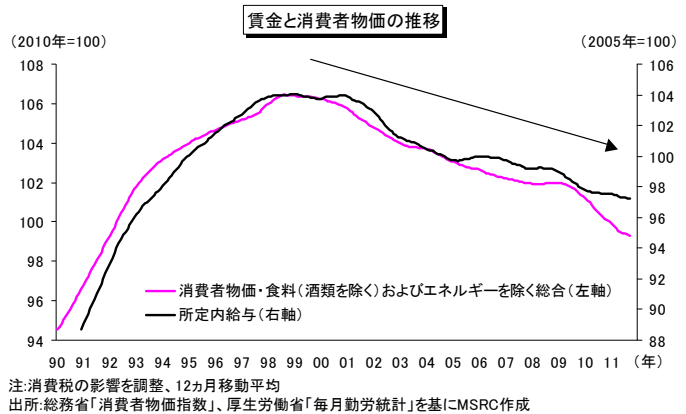
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

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。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。このため、輸出や生産、企業収益の回復が、国内における設備投資、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動しない場合、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

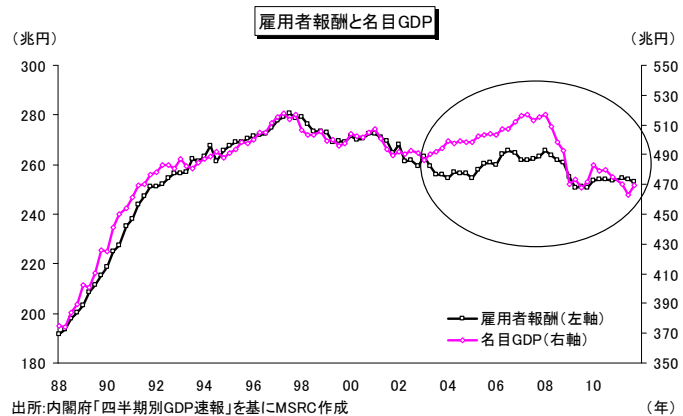
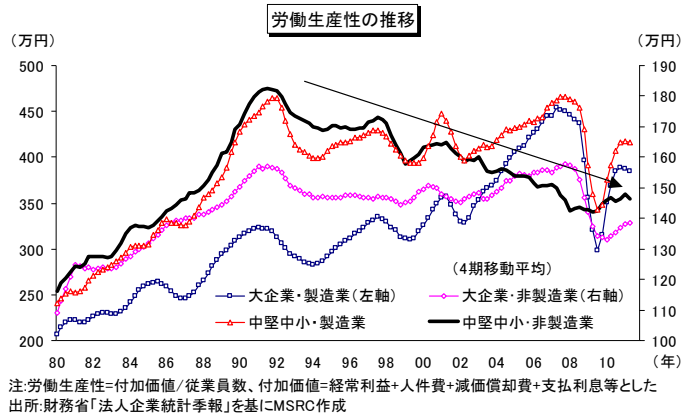


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

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。

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。



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

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。

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。この点、今後3年間は復興特別付加税が課されるものの、法人税率の引き下げが合意に至ったほか、野田首相がTPP交渉参加に向けた協議を開始することを決定したことなどは一歩前進といえるが、こうした取り組みを推進する政治のリーダーシップが引き続き発揮できるかどうかを注目しておきたい。

**欧州債務問題への対応には引き続き注意**

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、欧州債務問題への対応次第で、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—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には引き続き注意が必要であると考えている。

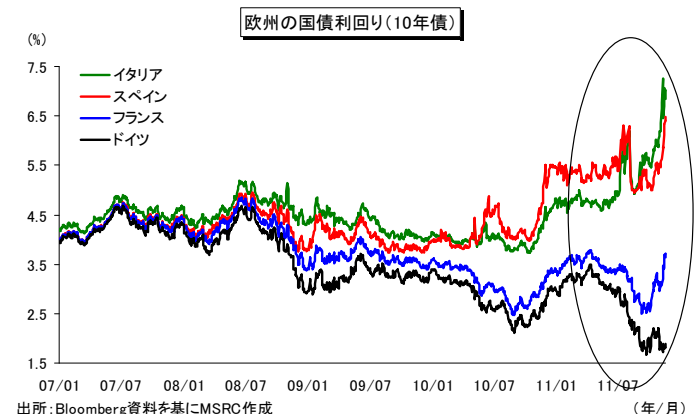
10/26のEUおよびユーロ圏の首脳会議では、①民間投資家が保有するギリシャ国債の元本削減率を50%に引き上げるなど、追加のギリシャ支援策、②レバレッジの活用や新発国債への保証付与による、EFSFの実質的な融資能力拡充、③欧州銀行の資本増強—などを柱とする包括的な危機対策が合意された。今回の対策については、ギリシャの債務負担を軽減するとともに、他のユーロ加盟国や金融システムに対する不安への波及を回避するための方策という点で、方向性としては正しい方向に向かっていると考えている。ただ、対策のスキームの細部について検討事項が残されていることに加えて、EFSFの規模拡充や民間債務負担の実現性に不透明な部分を残すこと、さらにギリシャやイタリアにおける政治情勢の混迷もあり、引き続き債務問題を巡る懸念は沈静化しておらず、スペイン、さらにはフランスにも金利上昇の動きが広がるなど、緊張状態が続いている。

本来、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

**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
  - ▶ 銀行のターム物資金調達に政府保証を付与

出所：MSRC作成



**みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

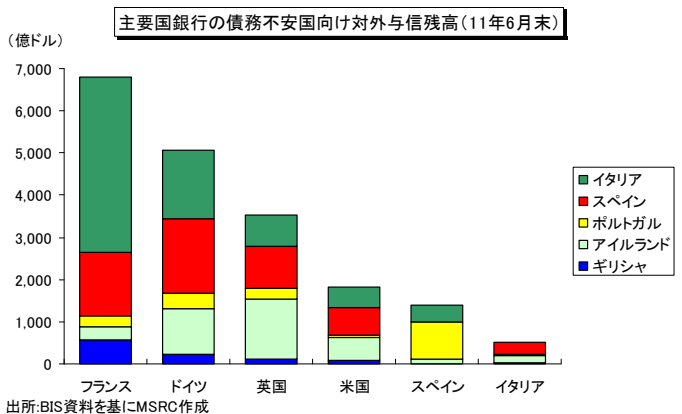
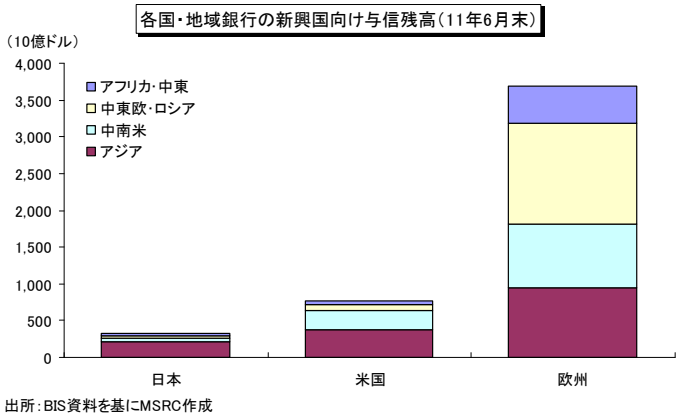
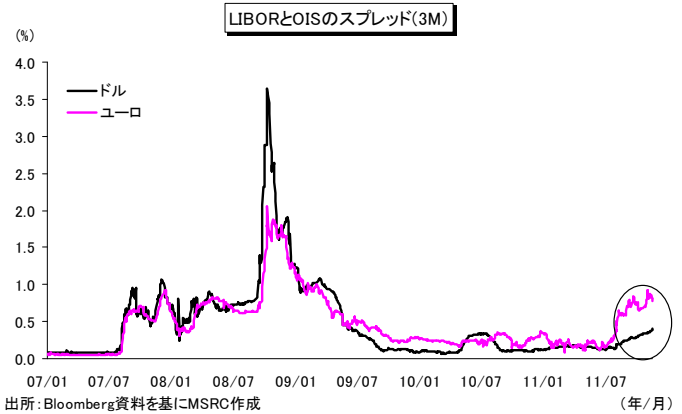
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

払能力)に疑問符がつくような状況には陥っていない。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、実体経済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。

こうした動きに歯止めを掛けるためには、財政再建に対する政治の信認を回復させるとともに、EFSFの融資能力向上の早期実現、ECBによる国債買入れの拡大などにより、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。ただし、さらなる支援の拡大や金融機関への公的資本注入が各国の財政を悪化させるとともに、仮に最上位の格付けを有する国が格下げとなれば、EFSFの融資能力へも影響が及ぶというジレンマを抱えている一方、ECBが一段と債務不安国の国債買入れを拡大することに対する反発は依然として強い。そもそも17カ国からなるユーロ圏は意思決定に時間を要するうえに、支援する側は自分たちの税金を使った救済の拡大に対して、支援を受ける側は緊縮財政に対する反発が強まってきているため、大胆な対策が打ち出しづらく、対応が後手にまわりがちである。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。

この他、外部環境に関するリスクとしては、①先進国における金融緩和の強化とマネーフローの行方、②景気減速懸念とインフレ圧力に対する新興国における政策の舵取りの行方—などに注意が必要と考えており、また、国内における動きに関しては、③定期検査後の原子力発電所再稼動を巡る動き、④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—などの動向に注目しておきたい。

上記のリスク要因のうち、①、②はこれまでの予測においても注目してきた点であり、相互に関連している面もある。既に米国やユーロ圏では金融緩和を強化する動きがみられているが、上記のように、当面、先進国は低成長に留まる可能性が高く、財政政策の制約もあって、金融緩和が長期化する可能性が高まっている。こうしたなか、欧州情勢を巡る懸念が引き続き重石となる可能性が高いとみているが、仮に、緩



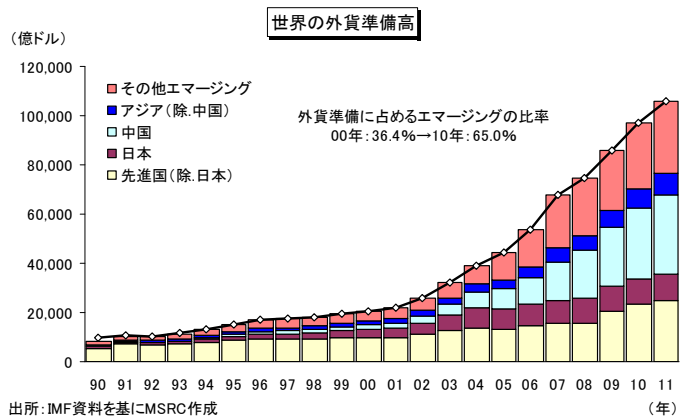
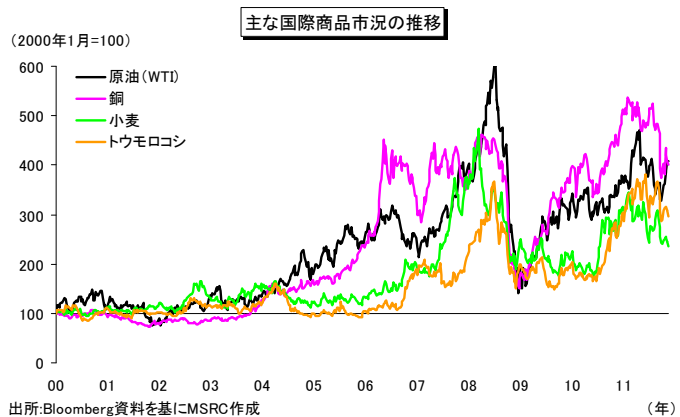
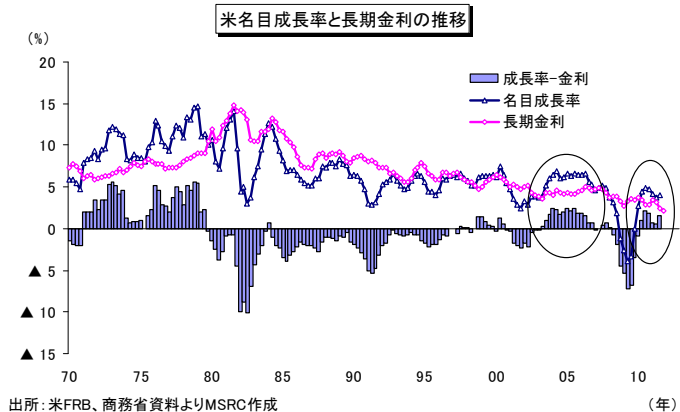
やかな景気の持ち直しと世界的な金融緩和の動きが相俟って、投資家のリスク許容度が改善する状況となれば、大枠として利回り追及の動きが生じやすい状況が続くとみられる。この結果、①株価の上昇や円高の一巡が景気に対してプラスに働く可能性が考えられる一方、②商品市況の上昇がインフレや非資源国における交易条件の悪化をもたらす可能性のほか、③成長性の高い新興国への資金流入が再び活発化し、新興国における政策の舵取りを困難にする結果、再び景気の過熱やインフレが生じる可能性—などに注意が必要と考えている。

特に、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、再び商品市場への資金流入が活発化する可能性もある。

この場合、新興国では難しい政策の舵取りが迫られることになろう。既に新興国では金融引き締め動きが一巡しつつあるが、再び新興国への資本流入が活発化した場合、通貨高による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。

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、インフレ圧力が再燃したり、景気の過熱がもたらされたりする可能性が考えられる。

いわば、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である。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。ブラジルのように、資本規制で対応するケースも考えられるものの、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は、一段と

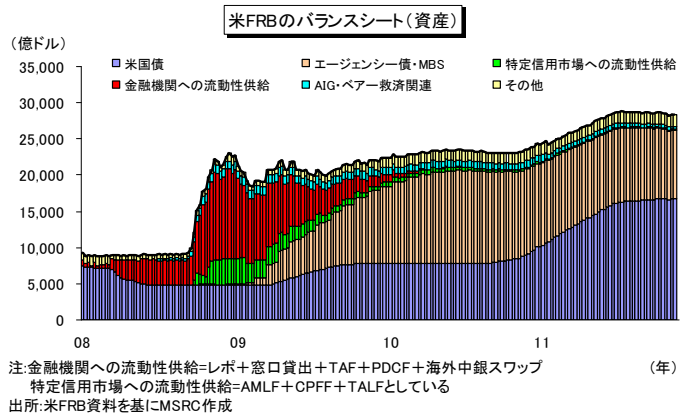


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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とつぎ作成していますが、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、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。こうした可能性をみておく上で、特に米FRBの政策運営には注目しておきたい。当方は、遠からずMBSの買入れを再開すると想定しているが、仮にFOMCの期待ほど、米国経済の成長ペースが高まらず、失業率の高止まりが続くようであれば、さらなる追加緩和を検討する可能性も考えられる。



以上、当面の注目点として、欧州債務問題の行方、先進国における金融緩和の強化とマネーフローの行方、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。日本経済は外部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ころも大きいため、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。◆

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 (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	▲ 0.9	0.1	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 1.5	1.4	▲ 0.2	0.6	0.3	0.3	0.1	▲ 0.2	0.4	▲ 1.6	1.1
実質GDP	0.0	0.7	▲ 0.7	▲ 0.7	▲ 0.3	1.5	0.1	0.8	0.7	0.7	0.4	0.1	2.4	0.4	2.4
(前期比年率)	0.1	2.9	▲ 2.7	▲ 2.7	▲ 1.3	6.0	0.2	3.2	2.9	2.7	1.8	0.4			
*国内需要	▲ 0.2	0.9	▲ 0.6	▲ 0.5	0.5	1.0	0.1	0.6	0.7	0.6	0.4	0.1	1.5	1.1	2.2
*民間需要	▲ 0.2	0.9	▲ 0.5	▲ 0.6	0.2	1.1	▲ 0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.1	1.4	0.6	1.4
民間最終消費支出	▲ 0.2	0.7	▲ 0.9	▲ 0.5	0.2	1.0	▲ 0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	1.0	0.3	0.7
民間住宅	0.6	1.1	2.1	1.4	▲ 1.1	5.0	2.0	▲ 4.6	1.4	2.1	5.0	▲ 0.6	▲ 0.2	4.9	3.9
民間企業設備	2.8	0.6	▲ 0.1	▲ 1.1	▲ 0.5	1.1	0.4	0.6	1.1	1.5	1.0	0.7	4.2	0.0	3.9
*民間在庫品増加	▲ 0.4	0.4	▲ 0.0	▲ 0.2	0.2	0.2	▲ 0.1	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	0.5	0.2	0.3
*公的需要	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.1	0.1	0.3	▲ 0.0	0.2	0.3	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.5	0.8
政府最終消費支出	1.0	0.4	0.4	0.9	0.7	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.3	2.3	1.9
公的固定資本形成	▲ 5.9	▲ 1.2	▲ 5.9	▲ 1.1	3.7	▲ 2.8	2.5	4.5	5.5	2.5	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 9.8	0.5	10.5
*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	▲ 0.0	▲ 0.2	▲ 0.8	0.4	▲ 0.1	0.2	▲ 0.0	0.1	0.0	0.0	0.9	▲ 0.7	0.2
財貨・サービスの輸出	6.6	0.1	▲ 0.5	0.2	▲ 5.0	6.2	0.9	2.9	1.4	1.1	0.7	0.4	17.1	0.7	6.8
財貨・サービスの輸入	5.3	1.5	▲ 0.2	1.7	0.1	3.4	1.2	1.6	1.4	0.6	0.4	0.2	10.9	5.4	4.9
GDPデフレーター	▲ 2.0	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 2.2	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 1.7	▲ 0.9	▲ 1.3	▲ 1.4	▲ 1.5	▲ 2.0	▲ 2.0	▲ 1.3

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 (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	21.3	14.0	5.9	▲ 2.5	▲ 6.8	▲ 2.1	▲ 1.9	2.8	8.7	5.6	6.3	4.0	8.9	▲ 2.0	6.1
(前期比)	0.7	▲ 1.0	▲ 0.1	▲ 2.0	▲ 4.0	4.3	0.0	2.7	1.5	1.2	0.7	0.4			
国内企業物価	0.2	▲ 0.1	1.0	1.8	2.5	2.6	1.6	0.6	▲ 0.4	0.0	0.9	1.0	0.7	1.8	0.4
消費者物価(生鮮食品除く)	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.3	0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.5	▲ 0.6	▲ 0.5	▲ 0.8	▲ 0.1	▲ 0.5
完全失業率(%)	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2	5.0	4.4	4.2
名目雇用者報酬	1.2	1.2	0.9	0.6	0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.1	0.4	0.8	1.2	0.8	1.0	▲ 0.1	0.8
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	84.2	81.0	87.8	79.0	82.0	83.5	85.0	89.0	82.0	81.9	82.5	85.0
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	4.0	1.5	3.0	2.1	3.9	2.6	3.4	2.2	3.9	16.1	10.5	12.0
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	1.04	1.00	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20			

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&amp;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。