

国内経済ウォッチ (No.12-02)

2012年1月25日

日本経済概観 (2012年1月)

広告審査番号 MG5900-120125-10

MSRC 広告審査・管理番号 06-B-120125-01

投資調査部 宮川 憲央

ポイント

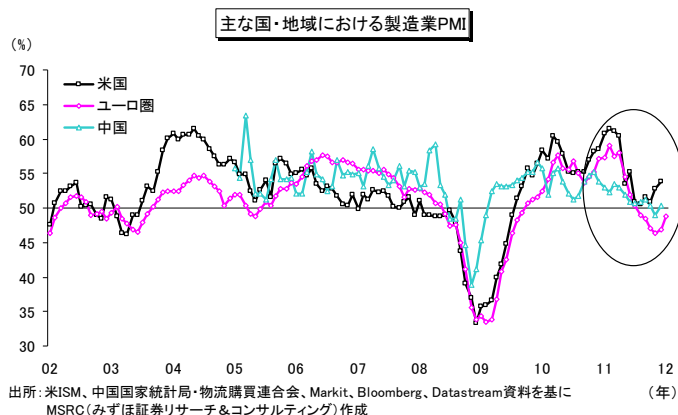
- 足元までの日本経済は、海外経済の減速や円高の進行、さらにタイの洪水の影響などにより、輸出や生産の回復ペースは鈍化している。
- 今後の日本経済については、当面は海外経済の減速の影響などから回復の動きが足踏みする局面を迎えるとみられるものの、復旧・復興需要や海外経済の持ち直しを支えとして、回復の動きは維持されるとみている。ただし、民間需要の回復力が乏しいなか、外部環境に不安を抱えている状況であり、短期的には下振れリスク、とりわけ欧州債務問題の深刻化が世界経済の下振れや円高圧力をもたらす可能性には引き続き注意が必要と考えている。
- 海外経済の動向をみると、米国経済の持ち直しが明確となるなど、減速懸念が後退する方向に向かいつつある。また、懸念される欧州の動向については、ECB（欧州中央銀行）の大量資金供給により、市場はひとまず落ち着きを示している。ただし、欧州を巡る財政・金融・経済の悪循環が解消されたとはいえ、リスク要因となりうるイベントも控えているため、欧州情勢の行方については引き続き注視が必要である。

海外経済の減速や円高の影響により、回復の動きは足踏み

足元までの日本経済は、海外経済の減速や円高の進行、さらにタイの洪水の影響などにより、輸出や生産の回復ペースは鈍化している。個人消費は、雇用・所得環境の厳しさが残るなか、震災以降の持ち直しの動きが一服し、緩やかな増加ペースに落ち着いてきている。また、設備投資は、収益回復の遅れや先行きに対する不透明感の高まりなどから、足元では弱めの動きとなっているとみられる。

今後の日本経済については、当面は海外経済の減速の影響などから回復の動きが足踏みする局面を迎えるとみられるものの、復旧・復興需要や海外経済の持ち直しを支えとして、回復の動きは維持されるとみている。ただし、民間需要の回復力が乏しいなか、外部環境に不安を抱えている状況であり、短期的には下振れリスク、とりわけ欧州債務問題の深刻化が世界経済の下振れや円高圧力をもたらす可能性には引き続き注意が必要と考えている。

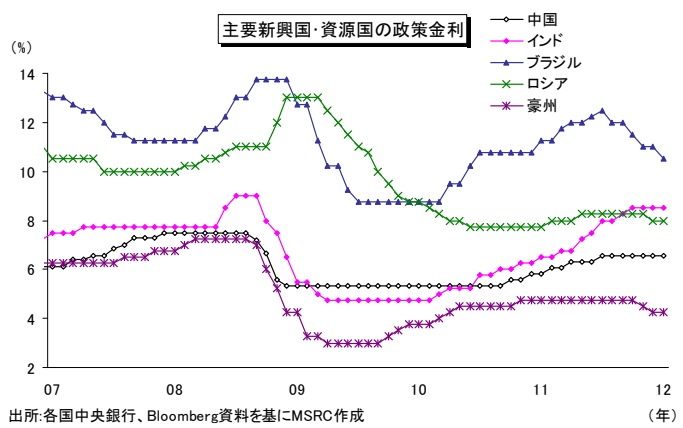
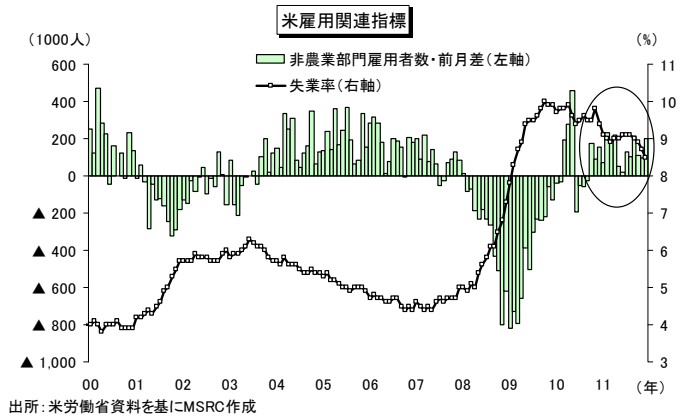
海外経済の動向について、各国・地域の製造業 PMI の動きをみると、11年12月は米国（ISM 指数）で2ヵ月連続の改善となったほか、ユーロ圏、中国でも改善した。単月の動きであるため、こうした動きが基調的なものかどうかについては、翌月以降の動きも確認する必要があるが、先んじて発表された1月のユーロ圏の指数は、依然として拡大・縮小の分岐点となる50は下回っているものの、2ヵ月連続で改善してお



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。

り、世界経済の減速に歯止めが掛かる兆しを示すものとして注目される動きである。

とりわけ、米国経済の持ち直しの動きが明確になりつつある点は注目されよう。米国経済の回復は輸入の増加を通じて、他国にも次第に波及していくと考えられるためである。もともと、11年半ばにかけての減速はガソリン価格の高騰や東日本大震災に伴う自動車産業のサプライチェーン寸断といった要因によるところが大きいとみていたが、そうした動きが一巡するにつれて、再び回復ペースを高めてきている。11年12月の小売売上高は11月までの増勢が一服したものの、基調としては底堅く推移しており、こうした動きが生産や雇用の増加を促す好循環は維持されている。金融機関の貸出も商工業向けの増加が明確となるのに続いて、消費者向けの減少にも歯止めが掛かっている。さらに、懸案の住宅市場についても、差し押さえ・在庫の増加や価格下落といった動きには引き続き注意が必要ながら、足元にかけて販売や着工には持ち直しの動きがみられはじめている。総じてみれば、米国経済は緩やかな回復が続いており、回復が進むにつれて、信用供与の制約や住宅市場の調整といった金融危機の後遺症も和らいできていると捉えられる。党派対立の強まりによる意図せざる財政緊縮の可能性には引き続き注意が必要ながら、大統領・議会選挙を控えて減税継続の必要性は民主・共和両党とも認識している。11月の大統領・議会選挙結果ならびに13年以降の財政再建の行方には注意が必要であるが、少なくとも当面は政策が景気回復の動きを阻害する可能性は低いのではないかとみている。また、先行きの世界経済の持ち直しにつながる動きとしては、景気減速やインフレ圧力の低下を受けて、新興国での金融緩和の動きが続いており、旺盛な内需や財政・金融政策の余地が残されている点を支えに、引き続き相対的に高めの成長を維持する可能性が高いとみている。



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欧州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流出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。

その欧州を巡る対応について確認すると、まずECBが11年12/21に実施した3年物資金供給オペでは約4,892億ユーロという大量の需要を集めた結果、金融機関の流動性を巡る懸念は一服し、短期国債利回りの低下を促す効果も得られるなど、市場はひとまず落ち着きを示している。米大手格付け会社S&Pは1/13

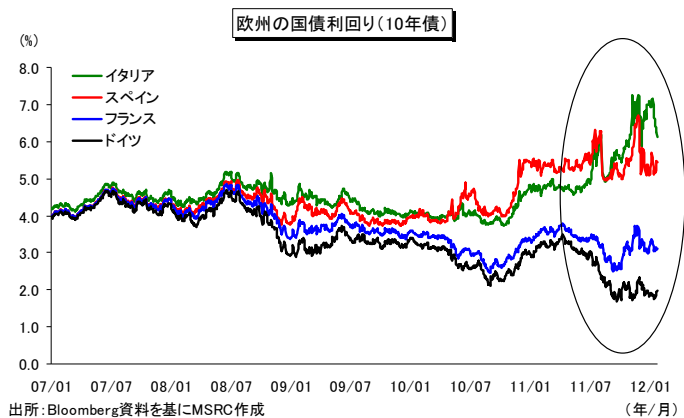
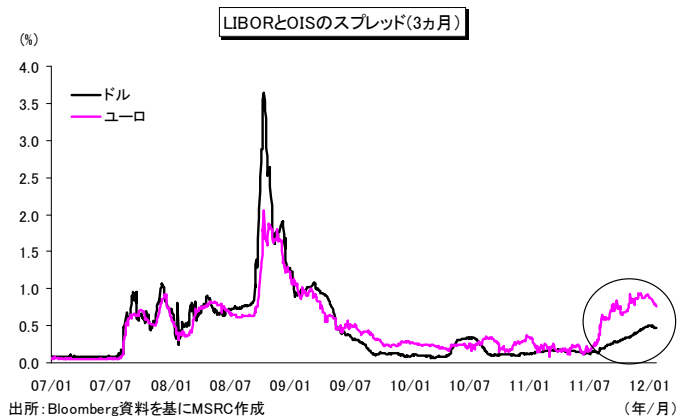
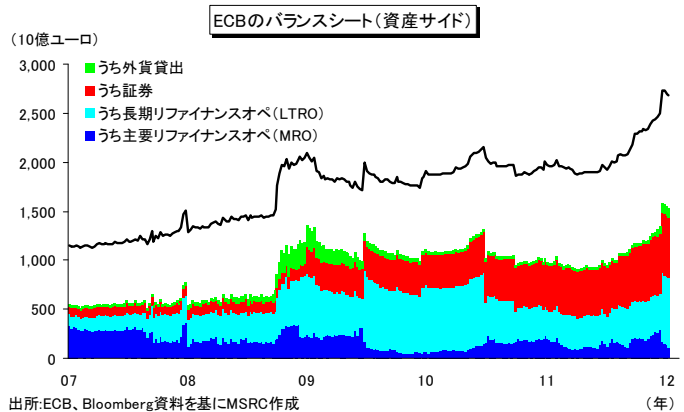
みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

にはフランスを含むユーロ圏9カ国、1/16にはEFSF（欧州金融安定基金）の格下げを発表したが、事前に予想されていた動きでもあり、現時点では大きな混乱は生じていない。こうした流動性供給によって、金融機関の資金繰りを支援する（流動性枯渇による破綻リスクを回避する）とともに、構造調整に要する時間を確保し、その痛みを和らげることが期待されるのである。

ただし、債務不安がひとまず沈静化するためには、国債利回りの上昇を抑制し、債務不安国の資金調達を円滑にするとともに、国債の価格下落や格下げによって、金融機関のバランスシートが劣化し、金融システム不安の台頭や信用収縮につながる動きを阻止するため、金融機関の財務基盤を強化することも必要となろう。このように危機の拡大を阻止し、欧州を巡る財政・金融・経済の悪循環に歯止めを掛けるための方策については、既に11年10月や12月のEU首脳会議などで合意がなされているものの、裏づけとなるセーフティーネットの構築については対応が遅れており、現時点でも懸念が残っている。EFSFについては、新発国債に対する保証の付与や共同投資基金の設立によるレバレッジ化により、融資能力を拡充する方策の実現にはメドがたっており、フランス、オーストリアといったAAA格付けを有していた国の格下げにより、EFSFの資金調達コストは上昇を余儀なくされるとみられる。また、ESM（欧州安定メカニズム）とEFSF合計の融資能力の引き上げ、IMF（国際通貨基金）の支援基盤拡充といった動きもみられてきているが、一方で、当面、イタリアをはじめとする国債の大量償還、ギリシャにおける民間金融機関との債務減免交渉ならびに

4月以降に予定される総選挙の行方やフランス大統領選挙の結果および独仏協調の行方など、リスク要因となりうるイベントを控えている状況でもあり、当面は引き続き欧州問題を巡り市場が不安定化する可能性に注意が必要と考えている。市場が求める対策や時間軸と当局の対応にズレが生じていることが市場の不安定化をもたらしているといえるが、この点、EFSF、ESMの融資能力の拡充（保証額の引き上げなど）やユーロ共同債などの議論において、ドイツのスタンスに変化が生じるかどうかという点がポイントと引き続き考えている。対応が後手にまわり、解決に時間を要するほど、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や貿易、金融面を通じ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。



みずほ証券リサーチ&コンサルティング

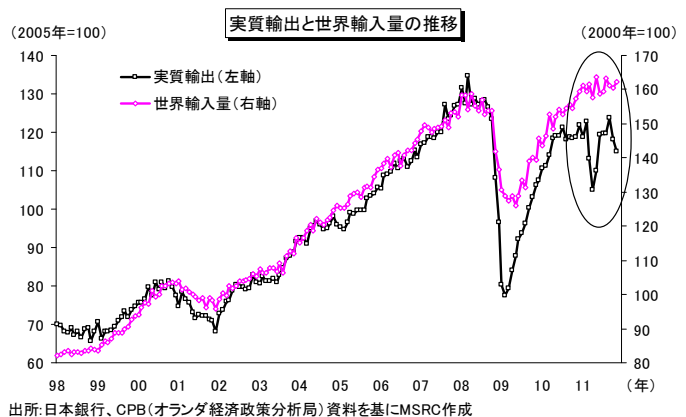
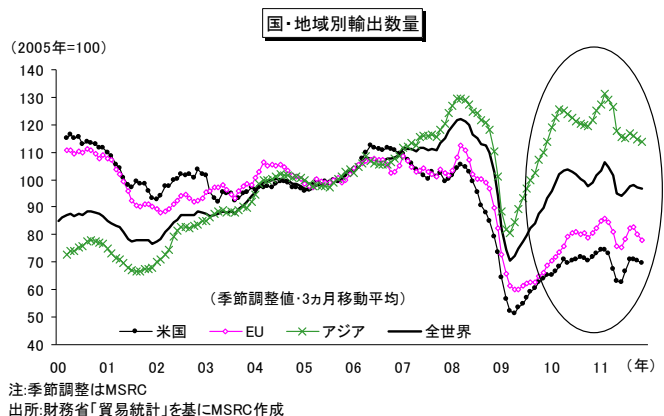
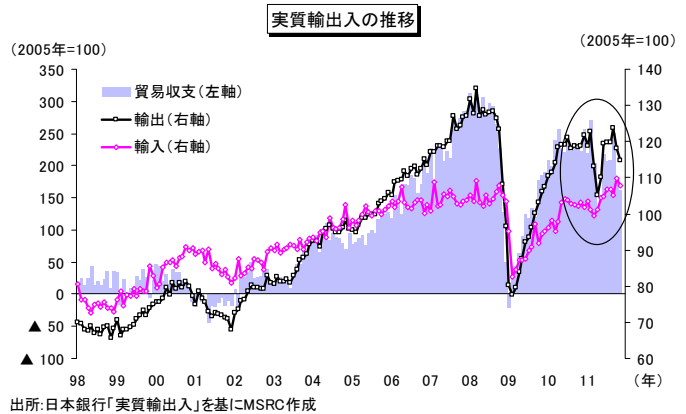
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

日本の輸出は弱含みの動き

11年11月の輸出数量は前年比▲4.4%（10月：同▲4.0%）と、2ヵ月連続で前年比減少となった。また、日銀発表の11月実質輸出は前月比▲2.8%と2ヵ月連続の減少となっている。総じてみれば、海外経済の減速や円高の進行、IT関連における在庫調整の動きなどから輸出は弱含んでおり、足元にかけてはタイの洪水による影響が顕在化した面も大きいとみられる。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こともあり、貿易収支は▲6,876億円の赤字となっている（季節調整値では▲5,379億円と8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▲9.5%（10月：同▲7.2%）、米国向けは同▲3.6%（10月：同▲4.7%）、EU向けは同▲11.2%（10月：同▲2.1%）と、各国・地域とも前年比で減少しており、特にアジア向けとEU向けの減少幅が大きくなっている。また、商品別の動きをみると、輸送用機器や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。

今後の動きについて、わが国輸出の先行指標の動きを確認すると、上記のように、12月の製造業PMIは米国の改善が続くとともに、ユーロ圏、中国では低下に歯止めが掛かっている。一方、特にIT関連における在庫調整圧力が根強く残っているため、韓国や台湾などアジアの出荷・在庫バランスは足元にかけて再び悪化している。また、輸出を取り巻く環境をみると、米国経済は持ち直しの動きが明確になってきており、新興国における金融引き締めも一巡してきているなど、先行きの改善につながる動きもみられている。こうした点から、当面、輸出の増加が足踏みする可能性はあるものの、海外経済は徐々に持ち直しに転じ、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。ただし、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。

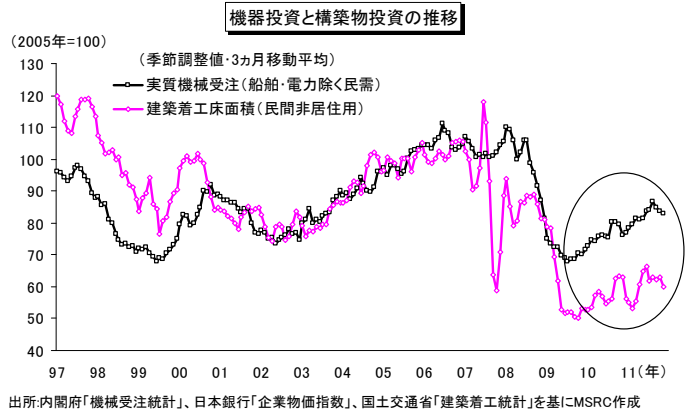


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

収益回復の遅れや先行き不透明感の高まりから、設備投資の増勢は一服

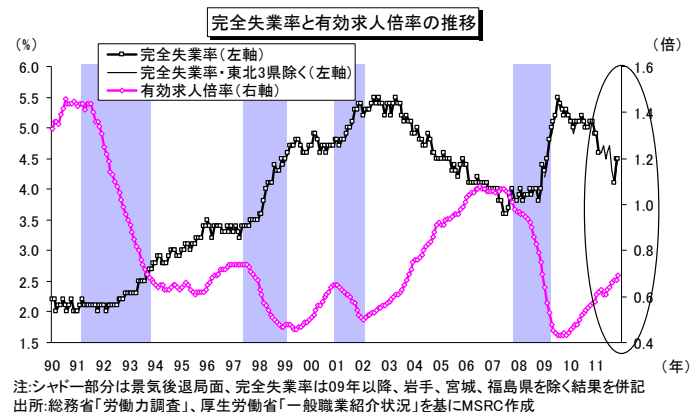
設備投資に関して足元の動きを確認すると、機器投資の一致指標となる資本財総供給指数は11年11月に前月比+0.7%（輸送機械を除くベースでは同▲2.9%）となった。基調としては、資本財供給は震災後の落ち込みから持ち直した後、伸び悩んできている。また、機器投資の先行指標となる機械受注（船舶・電力を除く民需、以下同）は11月に前月比+14.8%と大幅な増加となった。ただし、前月までの減少の反動といった面があり、10-11月平均の水準は7-9月期を▲2.4%下回っている。機械受注は振れの大きい統計であるとはいえ、足元にかけて持ち直しの動きは一服してきているといえよう。この点、建築投資の先行指標となる建築着工床面積（民間非居住用）の動きをみても、足元では弱含んでいる。



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から、設備投資は緩やかに持ち直していくとみているものの、当面は、景気回復ペースの鈍化に加えて、欧州債務問題など先行きに対する不透明感が強い状況にあることから、不要不急の設備投資を先送りするなど、企業の慎重姿勢が強まっているとみられるため、回復の動きが明確になってくるためにはなお時間を要しよう。また、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で、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。

引き続き厳しさを残す雇用・所得環境

11年11月の完全失業率は4.5%（10月：4.5%）と前月と同水準に留まる一方、有効求人倍率は0.69倍（10月：同0.67倍）と前月から改善した。失業率の変動要因をみると、労働力人口が前月比+8万人、就業者数は同+3万人、失業者数は同+4万人、非労働力人口は同▲8万人となっており、就業者は増加したものの、労働力人口の増加（主として、職探しを断念していた非労働力人口が労働市場に参入したことによるものと考えられる）を吸収するには至っておらず、就業環境には厳しさが残っていることを示しているといえるだろう。また、雇用者数は前年比+24万人、前月比+23万人と、ともに大幅に増加したものの、労働力調査はサンプル入れ替えの



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。

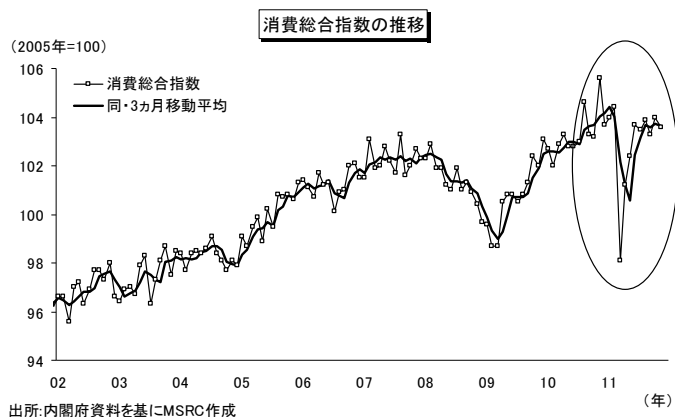
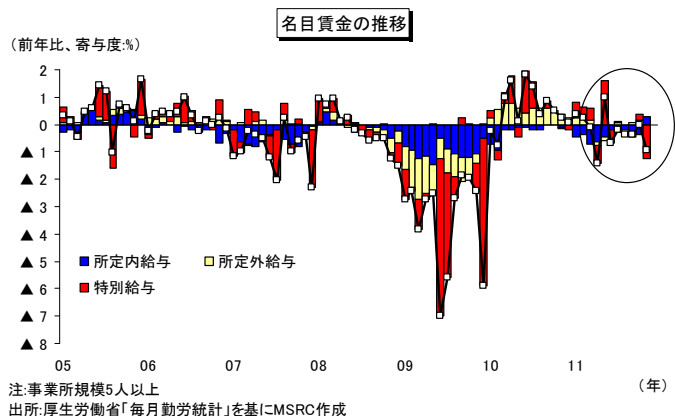
影響などから、振れの大きい動きを示すことがある点に留意が必要であろう。この点、関連指標の動きをみると、雇用の先行指標となる新規求人数（前月比+3.4%）の増加傾向が続いているほか、毎月勤労統計の常用雇用指数は前年比+0.7%（10月：同+0.5%）、前月比では+0.2%となっている。総じてみれば、雇用環境は改善傾向にあるとはいえ、そのペースは緩やかなものに留まっており、引き続き厳しさを残す状況といえるだろう。また、短期的には景気の回復ペースが鈍化してくるにつれて、所定外労働時間の回復も足踏みしており、雇用に対する需要が高まりづらくなっている。

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、11年11月の現金給与総額は前年比▲0.2%となった。内訳をみると、所定内給与が前年比▲0.3%、所定外給与は同+2.2%、特別給与は同▲1.8%となっている。経済活動の持ち直しを受けて、所定外給与の増加が続く一方、所定内給与は抑制された状態が続いている。

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だろう。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くるとみられるものの、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、回復の動きがなかなか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11年11月の消費総合指数は前月比▲0.4%となった（なお、消費総合指数は推計方法などの改定が行われている）。内訳をみると、耐久財が前月比▲4.0%、半耐久財が同▲0.4%の低下、非耐久財、サービスは同横這いとなっている。



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。

個人消費は震災以降の持ち直しの動きが一服しており、均してみれば、足元にかけては横這いでの推移となっている。なお、消費マインドの関連指標をみると、11年12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+2.9p）、消費者態度指数（前月差+0.8p）ともに前月に比べて改善している。

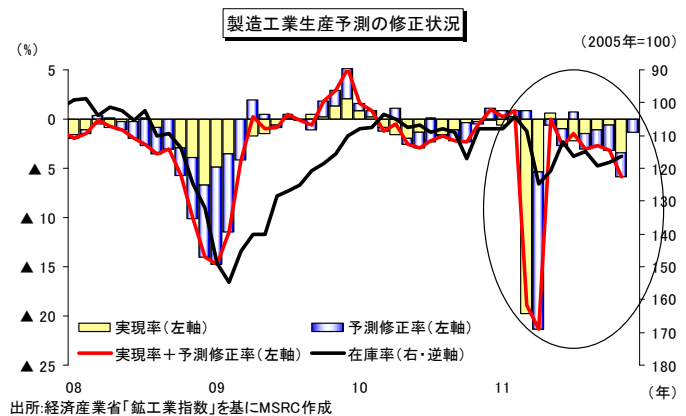
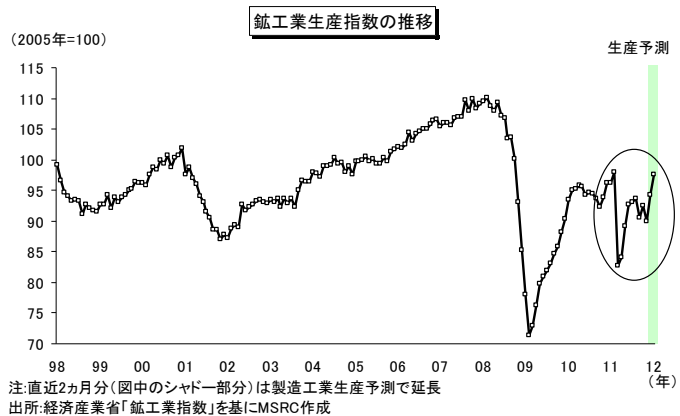
今後の個人消費については、雇用の改善が緩やかなものに留まり、持続的な賃金の増加が期待しづらくなかでは、個人消費の回復の勢いが強まっていくという姿は期待しづらい。また、当面の動きではないにせよ、社会保障・税一体改革における消費税増税の議論などは、社会保障の機能強化、持続可能性確保のための財源とはいえ、こうした所得環境で家計の負担が増していく方向にあることが消費の抑制につながる可能性も考えられる。個人消費を軸とする内需活性化の動きが顕在化する可能性はなお低く、輸出を起点に徐々に内需に波及していくという従来の回復パターンが今後も継続するとみられる。

タイの洪水の影響もあり、生産は大幅に低下

11年11月の鉱工業生産指数（確報）は前月比▲2.7%と2ヵ月ぶりの低下となった。海外経済の減速や円高の影響などから、足元にかけて生産の増加ペースが鈍化していることに加えて、当月はタイの洪水の影響もあり、大幅な低下となったとみられる。なお、鉱工業の出荷指数は前月比▲1.6%、在庫指数は同▲0.6%、在庫率指数は同▲1.6%となっている。

12月、12年1月の生産予測指数（製造工業）はそれぞれ前月比+4.8%、同+3.4%となっており、この予測指数に基づくと、10-12月平均の生産水準は7-9月平均対比▲0.1%、1月の水準は10-12月平均対比+5.7%となる。タイの洪水の影響が一服するにつれて、短期的には生産は持ち直すとみられるものの、海外経済の減速やIT関連の在庫調整圧力もあり、生産予測指数が示唆するほど急速な回復が実現するかどうかについては留意が必要だろう（リーマン・ショック後の変動による季節調整の歪みから、実勢よりも強めの計画となっている可能性も考えられる）。この点、11月の実現率は▲3.4%、12月の予測修正率は▲1.4%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。

生産の内訳を業種別にみると、11月は輸送機械工業（前月比▲10.0%）、情報通信機械工業（同▲23.7%）、鉄鋼業（同+2.6%）などを中心に、17業種中9業種で生産が低下する一方、食料品・たばこ工業（同+2.4%）、電子部品・デバイス工業（同+0.5%）など、8業種では上昇した。輸送機械工業と情報通信機械工業の減産幅がとりわけ大きく、タイの洪水の影響によるものと考えられる（部品の調達難や現地向け輸

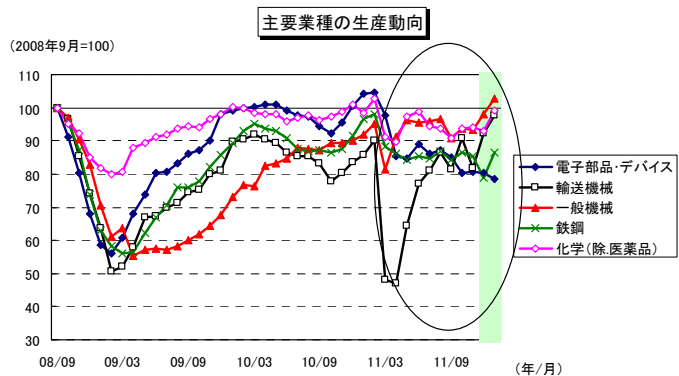


みずほ証券リサーチ&コンサルティング

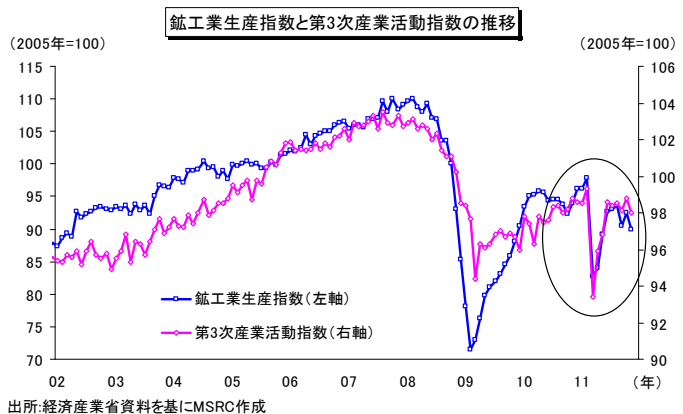
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

出の減少など)。また、在庫調整の動きが続いている電子部品・デバイス工業については、出荷の持ち直しから、当月は在庫率が大幅に低下したものの、水準は依然として高く、在庫自体の積み上がりもみられている。また、予測修正率のマイナスも続いており、在庫調整圧力は依然として根強く残っている。

今後については、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り、民間需要の回復の動きも緩慢なものに留まっている。こうした点から、当面の生産は回復の動きが足踏みする可能性があるものの、基調としては、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、生産も増加が続くとみている。ただし、欧州債務問題の広がり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という点については、引き続き注視が必要と考えている。

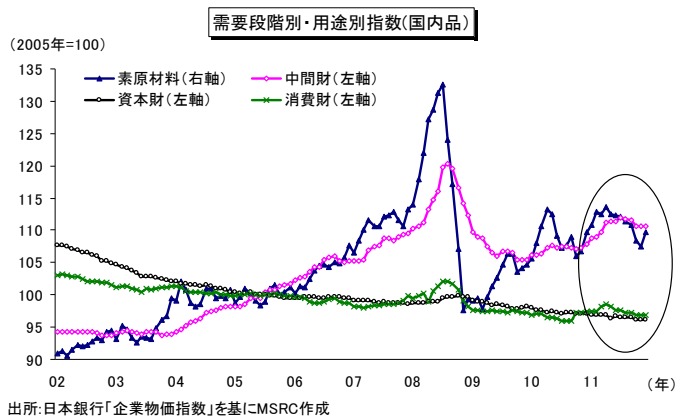


非製造業の動きをみると、11年11月の第3次産業活動指数は前月比▲0.8%と2ヵ月ぶりの低下となった。内訳をみると、卸売、小売業(前月比▲2.8%)、生活関連サービス業、娯楽業(同▲3.8%)、金融業、保険業(同▲1.6%)などで低下する一方、その他サービス業(同+2.0%)、情報通信業(同+1.1%)などで低下となっている。上記のように、製造業の生産活動や個人消費の増勢が一服してきていることなどから、第3次産業の持ち直しの動きも足踏みしており、当面、こうした動きが続いた後、緩やかに持ち直していくとみられる。なお、建設業については毀損した住宅や社会インフラの復興需要が徐々に顕在化していく動きが支えになるとみられる。

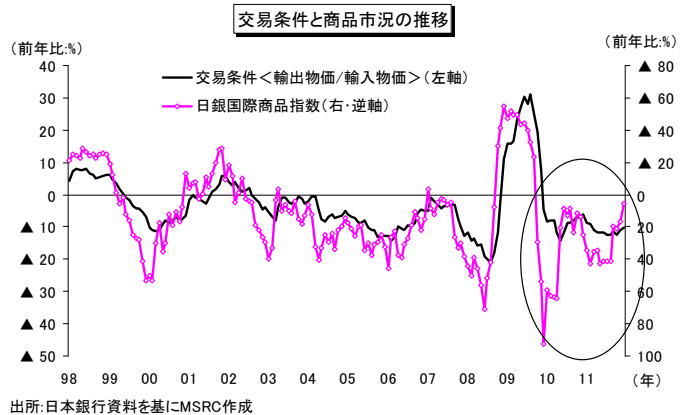


緩やかなデフレが継続

11年12月の国内企業物価指数は前年比+1.3%（11月：同+1.6%）と前月に比べて上昇幅が縮小した。需要段階別（国内品）の内訳をみると、素原材料が前年比+0.1%、中間財は同+2.6%、最終財は同▲0.8%となっており、最終財の価格下落が続く一方、素原材料や中間財の価格上昇が続いている。もっとも、国際商品市況の下落に伴い、川上におけるインフレ圧力も足元では和らいできている。

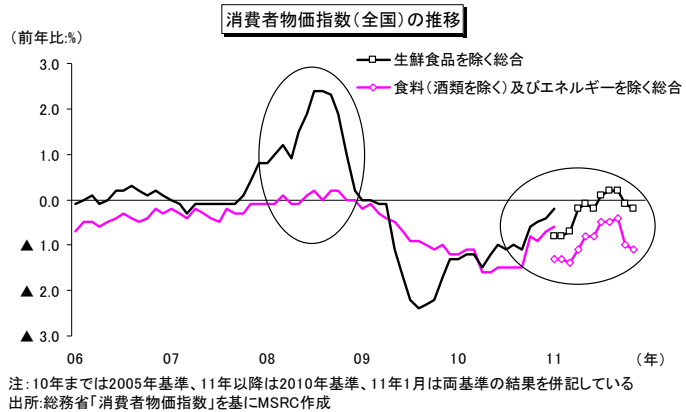


交易条件に関する動きについて、12月の輸出入物価（円ベース）の動きを確認すると、輸入物価指数が前年比+6.6%（11月：同+8.7%）の上昇となる一方、輸出物価指数は前年比▲4.3%（11月：同▲3.2%）の下落となっている。上記のように商品市況の下落につれて、川上からの物価上昇圧力が一服してきているため、限界的にみれば交易条件の悪化には歯止めが掛かってきており、今後についても、交易条件は次第に改善に向かい、所得の海外流出や企業のマージン圧迫の度合いも和らいでいくとみられる。ただし、川上物価の上昇ペースが引き続き相対的に高く、コスト増加を川下価格へ転嫁する動きが困難であるという状況が続いているとみられる点には、引き続き留意が必要であろう。なお、11月の製造業投入・産出物価の動きを確認すると、投入物価（サービスを含む）が前年比+3.3%（10月：同+4.3%）となる一方、産出物価は同+1.2%（10月：同+1.3%）となっており、投入物価の上昇テンポの鈍化を受けて、交易条件は改善している。



11年11月の企業向けサービス価格指数（除く国際運輸）は前年比▲0.2%（10月：同▲0.1%）と、前月から下落幅が拡大した。内訳をみると、広告の下落幅が拡大したほか、諸サービス（土木建築サービスなど）の上昇幅が縮小している。基調としてみれば、経済活動の持ち直しにつれて、下落テンポは和らいできているものの、企業のコスト抑制姿勢が根強く残るもとの、企業向けサービス価格の下落傾向は続いている。

11年11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%（10月：同▲0.1%）、「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▲1.1%（10月：同▲1.0%）となっており、コアCPI、米国型コアCPIともに前月に比べて下落幅が拡大している。また、季節調整値でみると、コアCPIは前月比横這い、米国型コアCPIは同▲0.2%となっており、基調としては依然として緩やかなデフレが続いている。なお、前月からの変化をみると、電気代や都市ガス代の上昇により、エネルギーの押し上げ幅が前月に比べて拡大する一方、教養娯楽（テレビなど耐久財の下落幅拡大や外国パック旅行の上昇幅縮小など）の下落幅が拡大している。

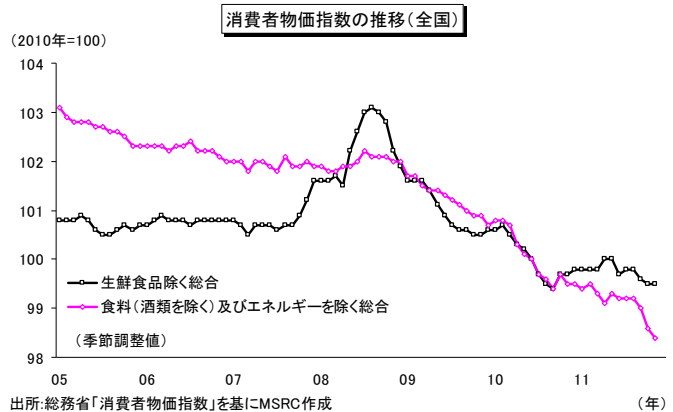


11年12月の東京都区部コアCPIは前年比▲0.3%（11月：同▲0.5%）、米国型コアCPIは同▲1.1%（11月：同▲1.2%）となり、ともに前月に比べて下落幅が縮小した。内訳をみると、エネルギーの上昇幅が前月に比べて拡大したほか、生鮮食品を除く食料の下落幅が縮小した。その他では、教養娯楽の下落幅が縮小している。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

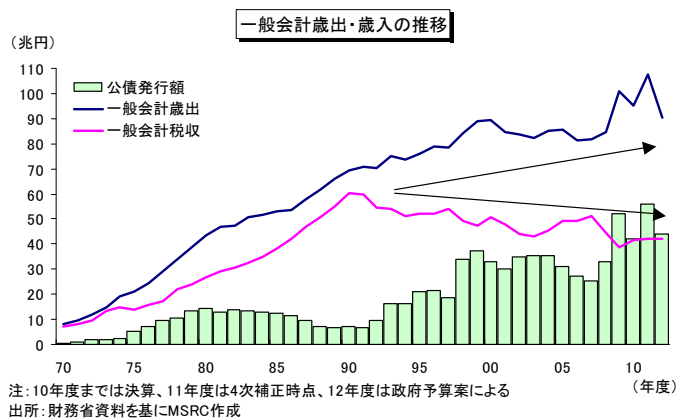
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

消費者物価は下落傾向が続いており、今後についても、国際商品市況の下落や円高の進行に伴い、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の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。



日本銀行は下振れリスクを注視するスタンスを維持

財政政策面の動きをみると、11年12/24に平成24年度予算政府案が閣議決定された。予算規模は90.3兆円、うち歳出面では基礎的財政収支対象経費が68.4兆円、歳入面では税収が42.3兆円、公債金が44.2兆円となっており、基礎的財政収支対象経費ならびに公債金については、中期財政フレームが堅持された姿となっている。ただし、基礎年金の国庫負担2分の1への引き上げ分（約2.5兆円）については、交付国債の発行によって賄われる（税制抜本改革により確保される財源を充てて償還される）ため、当初は予算計上されていない点には留意が必要である。一方、4年連続で税収が公債金を下回るとともに（当初予算ベースでは3年連続）、公債依存度が過去最高の49.0%に達するなど、本来、異例であるはずの状況が続いており、歳出・歳入両面での取り組みによる財政健全化は引き続き喫緊の課題といえるだろう。なお、東日本大震災関連経費は約3.3兆円が計上されており（予備費を含めると、約3.8兆円）は平成23年度第1次～第3次補正予算と合計すると、集中復興期間での目安とされた19兆円にほぼ達している。



金融政策面の動きをみると、日銀は1/23-24に開催された金融政策決定会合において、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、「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。資産買入れの基金等についても変更はなかった。

政策決定の背景となる経済・物価情勢についての認識を確認すると、「わが国の経済は、海外経済の減速や円高の影響などから、横ばい圏内の動きとなっている」として、概ね前回会合時点と同様の認識を示している。また、先行きについては、「当面、横ばい圏内の動きを続ける」と指摘しつつ、その後については緩やかな回復経路に復していくという見通しが維持されている。なお、今回の会合では展望レポートの中間評価が行われており、11年度の成長率は、「海外経済の減速に加え、過去の実績値の改定の影響もあって、下振れるとみられる」とする一方、12年度前半には緩やかな回復経路に復し（ただし、従来の想定からは後ずれ）、「2012年度および2013年度の成長率は概ね見通しに沿って推移すると予想される」とされている。先行きに関する基本的な見通しは概ね維持されているといえよう。

政策委員の大勢見通し(2012年1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 | ▲0.4~▲0.3 <▲0.4> | +1.8~+1.9 <+1.8> | ▲0.1~0.0 <▲0.1> |
| 10月時点の見通し | +0.2~+0.4 <+0.3> | +1.7~+2.0 <+1.8> | 0.0~0.0 <0.0> |
| 2012年度 | +1.8~+2.1 <+2.0> | ▲0.1~+0.2 <+0.1> | 0.0~+0.2 <+0.1> |
| 10月時点の見通し | +2.1~+2.4 <+2.2> | +0.1~+0.3 <+0.2> | 0.0~+0.2 <+0.1> |
| 2013年度 | +1.4~+1.7 <+1.6> | +0.6~+1.0 <+0.8> | +0.4~+0.5 <+0.5> |
| 10月時点の見通し | +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
連鎖基準指数ベースでみた場合、先行き2013年ごろの前年比は、通常の固定基準年指数に基づき今回の消費者物価見通しに比べて若干低くなっている可能性がある
出所:日本銀行資料を基にMSRC作成

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、「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（米連邦準備制度理事会）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り、さらに後ズレする可能性の方が高いと考えている。◆

【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。