

## 踊り場を挟みつつ、外需主導で緩やかに前進する日本経済

### ポイント

- 09年7-9月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2009、2010年度経済見通しの改定を行った(前回予測は9月15日)。その結果、実質GDP成長率は09年度2.4%(前回予測:同2.7%)、10年度+1.4%(同+1.5%)となった。前回予測に比べると、09年度は上方修正、10年度はわずかに下方修正である。
- 当面の日本経済については、在庫調整一巡後の循環的な回復の動きは次第に一服していく、09年度第1次補正予算の執行停止などにより、一時的に政策による下支えが失われる、設備投資や雇用に下げ止まりの動きがみられつつあるものの、当面、民間需要の回復力が本格的に強まっていく可能性は期待しづらいなどから、10年前半にかけて一旦、減速感が強まり、一時的には踊り場的な局面を迎える可能性が高いと想定している。一方、10年後半にかけては、米国経済が持ち直しの動きに転じてきており、輸出の増加傾向は維持されるとみられる、設備投資や雇用の調整は進展しており、輸出の増加傾向が維持されるなかであって、再び調整色を強めていく可能性は小さいなどから、一時的な踊り場を経た後、再び緩やかな回復傾向を辿っていくと想定した。
- こうした見通しに対しては、各国においてこれまでに打ち出されてきた財政・金融政策の効果や副作用ならびに出口政策の行方などといった上振れ・下振れリスクが存在する。とりわけ、日本経済を左右する大きな要因は海外経済・金融市場の動向であるため、こうした動きや各国政策当局の舵取りについて、引き続き注視していきたい。

### 実質GDP成長率は09年度▲2.4%、10年度+1.4%と予想

09年7-9月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2009、2010年度経済見通しの改定を行った(前回予測は9月15日)。その結果、実質GDP成長率は09年度2.4%(前回予測:同2.7%)、10年度+1.4%(同+1.5%)となった。前回予測に比べると、09年度は上方修正、10年度はわずかに下方修正である。09年度の上方修正の背景は、主として、7-9月期の実質GDP成長率が前回予測時点の想定を上回るとともに、過去系列の改定に伴い、09年度に対するゲタ(前期比横這いが続いた場合の成長率)が前回予測時点の4.4%から4.2%へ上方修正されたことによるものである。予測期間内の動きとしては、10年4-6月期にかけて循環的な回復モメンタムの鈍化や補正予算の執行停止など政策による需要の下支えが剥落していく動きを織り込んだ結果、前回予測と比べて下方修正となった。他方、10年7-9月期以降については、米国など海外経済見通しの上方修正を反映する形で、上方修正となっている。

なお、本予測の前提は以下の通り。予測期間中、為替は1ドル=90円、原油入着価格は1バレル=75ドル、財政政策は、09年度1次補正の執行停止などにより、09年度の実質GDPが0.2%p押し下げられる一方、子ども手当の支給などにより、10年度は+0.3%pの押し上げを想定、金融政策では、無担保コール0/N物レートの誘導水準は10年度末にかけて0.10%を維持。

財政政策については上記のような動きを前提として織り込んでいるが、足元では、厳しい財政事情など

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。

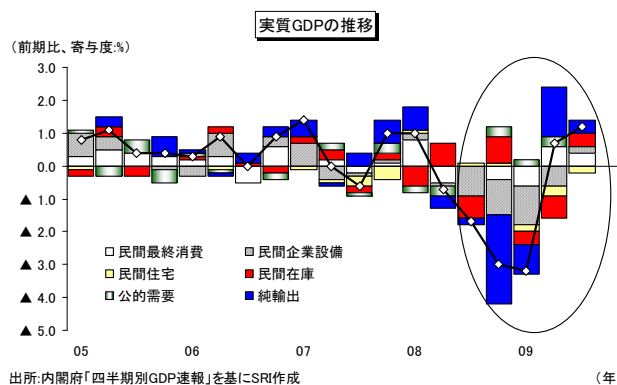


を背景に、マニフェストで掲げた政策の規模を見直す動きも伝えられている。このため、10年度予算ならびに09年度2次補正の姿が明らかになった際に、改めて上記の前提を見直す可能性がある点に留意されたい。なお、前回予測では消費者物価の予測にあたり、ガソリン税の暫定税率の廃止を前提（0.5%p程度の影響）としていたが、税収下振れなどもあり、暫定税率廃止と同時に、地球温暖化対策税を導入するという議論も浮上するなど、税制改正の行方が定かでないため、今回の予測では、こうした前提を一旦、外している。

金融政策については、予測期間中、現行の政策金利水準が維持されると想定した（利上げも、何らかの追加的な緩和措置を講じることも想定していない）。10/30に行われた金融政策決定会合において、CP・社債買入れの12月末での完了や企業金融支援特別オペの来年3月末での完了などの各種時限措置の取扱いが決定されたものの、これはあくまで市場機能の回復に応じた措置であって、出口政策に向けての第一歩ということではなく、低金利や潤沢な資金供給など、きわめて緩和的な金融環境を維持し、粘り強く景気を下支えする方針が改めて確認されている。本予測では、予測期間中、経済の回復傾向は維持されるものの、大幅な需給ギャップが残存することなどから、消費者物価の下落は継続すると想定している。日銀が10/30に公表した展望レポートにおいても、11年度にかけて消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）の下落が続くとの見通しが示されているなか、今回の予測期間である10年度末までのタームで利上げに転じることは考えづらい。一方で、政策効果の減衰などから、一時的に成長ペースが弱まる可能性を念頭に置きつつも、11年度にかけて経済の回復傾向が続くもとで、物価下落率は縮小していく方向であり、デフレ・スパイラルの可能性も小さいとしている以上、追加的な緩和措置を講じる可能性も低いのではないかと考えている。

## 10年前半にかけて一旦、減速感が強まり、踊り場的な局面に

09年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.8%と、2四半期連続のプラス成長となった。需要項目ごとの内訳をみると、海外における在庫調整の進展や景気対策による需要の下支えを背景に、輸出が高めの伸びを続けている、公共投資の増勢は一服したものの、エコカー購入助成やエコポイント制度の導入など、前政権による景気対策の効果が支えとなり、耐久財を中心に個人消費が2四半期連続の増加となっている、在庫や設備投資の調整が進展し、国内需要の悪化に歯止めが掛かってきているなどとなっており、足元にかけての日本経済は、引き続き内外における在庫調整の進展と景気対策の効果によって支えられている面が強いものの、こうした動きを背景とする生産の増加によって、在庫や設備投資の調整が進捗しており、内需の悪化に歯止めが掛かってきている姿を確認する結果といえよう。



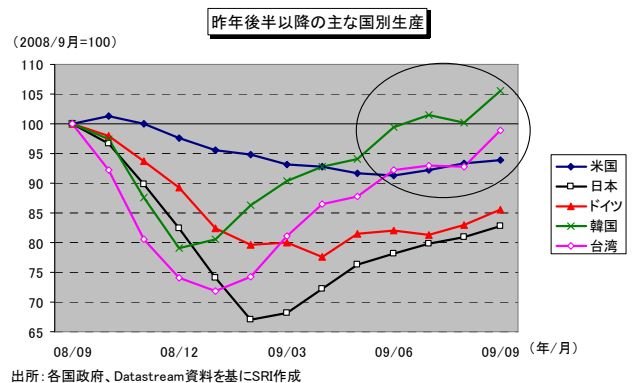
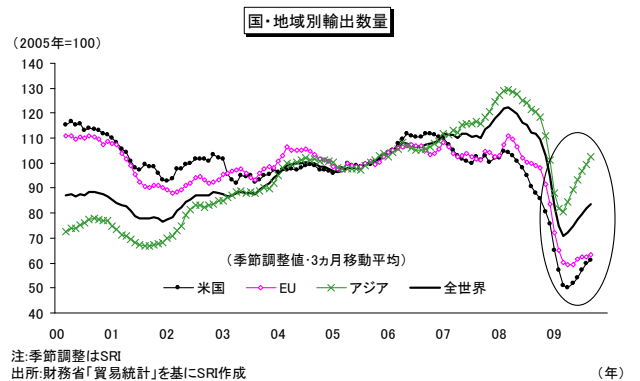
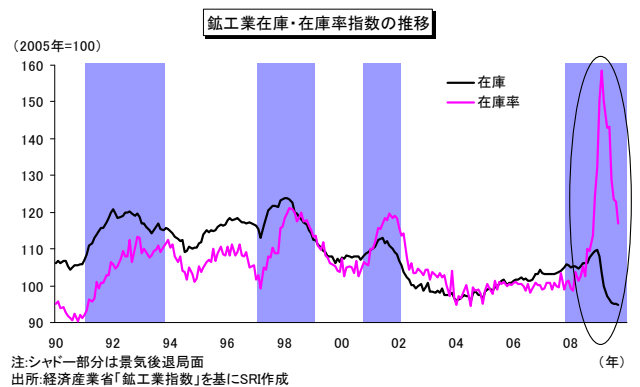
今後の日本経済については、以下の点から、10年前半にかけて一旦、減速感が強まる姿を想定している。すなわち、生産の増加ペースが徐々に鈍化してきており、昨年後半以降の急速な生産調整一巡後の循環

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。

的な回復の動きは一服しつつある、雇用・所得環境が厳しさを残すなか、エコカー購入助成やエコポイント導入による耐久財への需要喚起が次第に薄れていくとともに、約3兆円弱の09年度第1次補正予算の執行停止などにより、子ども手当の支給など10年度予算で予定されている施策が実現されるまで、政策による下支え効果が一時的に剥落する、設備投資や雇用の一段の悪化には歯止めが掛かってきたものの、企業の設備や雇用に対する過剰感が根強く、先行きの需要に対して慎重な姿勢を保持していることから、当面、民間需要の回復力が強まっていく可能性は期待しづらいなどのためであり、一時的には踊り場的な局面を迎えることになる。

このうち、の点について、足元の動きを確認すると、鉱工業生産は4-6月期に前期比+8.3%と5四半期ぶりに増加に転じ、続く7-9月期も同+7.4%の増加となった。11月までの生産予測を基にすると、10-11月平均の生産は7-9月期対比+6.1%となり、増産の動きが継続する計画となっている。こうした足元にかけての動きは、昨年リーマン・ショック以降、信用収縮とマインドの悪化により需要が急減し、1-3月期にかけて迫られた急速な在庫調整の動きが一巡したことによる循環的な回復と各国政府・中央銀行の対策 大量の流動性供給などの金融市場安定化策や金融機関への資本注入やストレス・テストの実施などにより金融市場が落ち着きを取り戻すとともに、家計や企業のマインドが安定化したことや自動車や家電の購入支援策、インフラ投資など内外の景気対策による需要の下支え によってもたらされたものと捉えている。

需要面の牽引役である輸出の動きをみると、アジア向けが回復の動きをリードしており、米国向けも持ち直しの動きにある。アジア向けについては、日本同様、IT関連を中心にリーマン・ショック後の急速な在庫調整が一巡するとともに、中国をはじめとする各国の景気対策が需要を下支えしたものとみられる。各国の生産の動きを確認すると、韓国や台湾で生産活動が急速に持ち直していることが確認されている。中国についても、7-9月期の実質GDP成長率が前年比+8.9%（人民銀行による試算値では、前期比年率ベースで4-6月期+14.9%、7-9月期+8.7%）まで回復してきており、生産や製造業PMIの

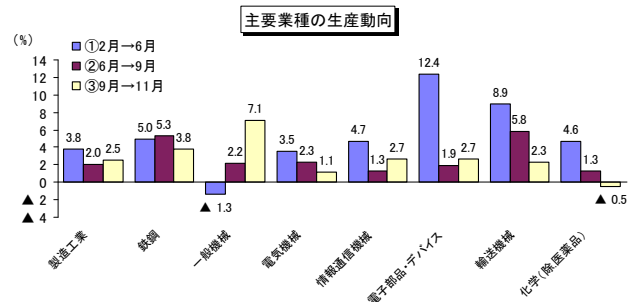


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

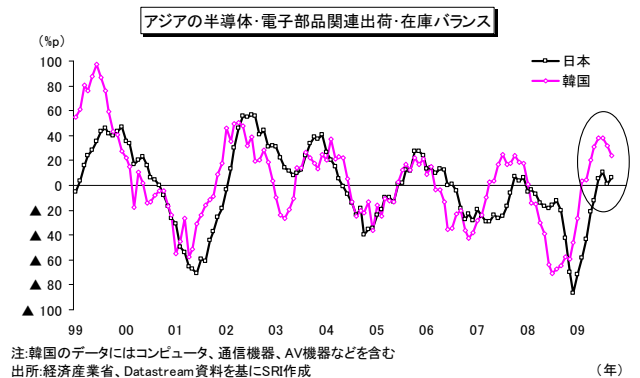


改善も続いている。アジア地域におけるこうした生産活動の回復によって、部品や素材などの生産財を中心に、日本からの輸出が持ち直してきているとみられる。また、米国向けの持ち直しは自動車によるところが大きく、こちらも生産調整が進展していたところに、新車購入支援策（Cash for Clunkers）により販売が大幅に増加したことによって、在庫の調整が大幅に進んだことが影響しているとみられる。

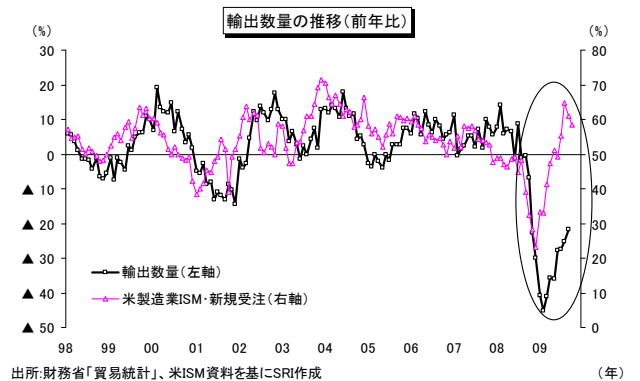
このように、足元にかけての生産は持ち直しの動きが続いているが、在庫調整一巡後の反動的な動きによる、速いペースでの循環的な回復の動きはあくまで一時的なものであり、次第に最終需要に見合った増産ペースに近づいていくことになる。また、政策による下支えも次第にその効果は薄らいでいくことになる（既に米国では上記の新車販売支援策は終了している）。実際、鉱工業生産の増加ペースも回復当初に比べれば、次第に緩やかになってきている。特に、自動車とともに回復の動きを牽引してきた電子部品・デバイス工業については、メーカーの想定以上の回復により、生産の実績が事前の生産計画を大幅に上回るという状況は一巡しており、在庫が2ヵ月連続で増加するといった動きもみられはじめた。IT関連に強みを持つという特徴があり、日本との連動性が高い韓国の動きを確認しても、IT関連の出荷・在庫バランス改善の動きは一服しつつある。また、わが国輸出の先行指標となる米製造業ISM指数・新規受注は2ヵ月連続で低下しており、受注の拡大を示す水準を維持していることには変わりないものの、回復のテンポは今後緩やかになっていくことを示唆する動きといえる。このように、足元にかけてみられた、循環的な回復による急速な生産回復の動きは次第に一服し、今後の増産ペースは緩やかに鈍化していくとみられる。ただし、増加ペースが鈍化するといっても、これで輸出や生産の増加基調が途切れると考えているわけではない。景気回復の動きが進展して、在庫調整圧力が蓄積されているという状況ではなく、需要面では、改めて後述するが、米国経済に持ち直しの動きがみられている。米国経済が安定を取り戻すのであれば、新興国の相対的な高成長が維持されるとともに、生産拠点であるアジアへの部品や素材などといった間接的な輸出の増加も含めて、輸出の増加を支えるとみられるためである。



注:①鉱工業生産のボトムである2月から6月まで、②6月から9月まで、③9月から生産予測で延長した11月までの各業種における月平均の生産増加率  
化学工業(除医薬品)については、化学工業の生産予測で延長している  
出所:経済産業省「鉱工業指数」を基にSRI作成



注:韓国のデータにはコンピュータ、通信機器、AV機器などを含む  
出所:経済産業省、Datastream資料を基にSRI作成



出所:財務省「貿易統計」、米ISM資料を基にSRI作成

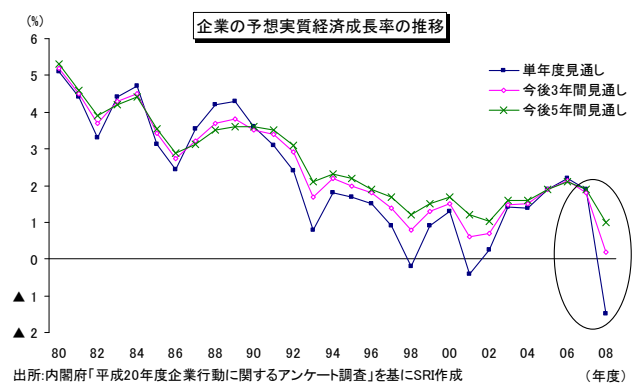
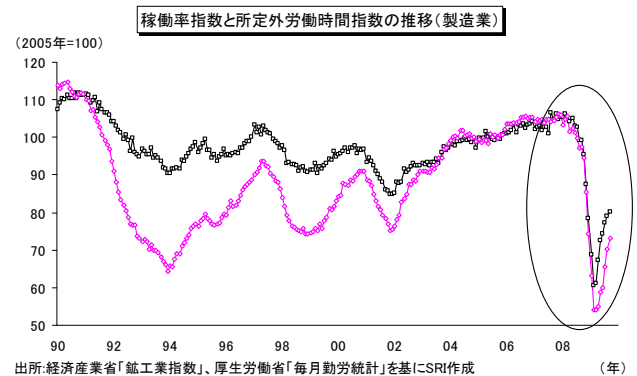
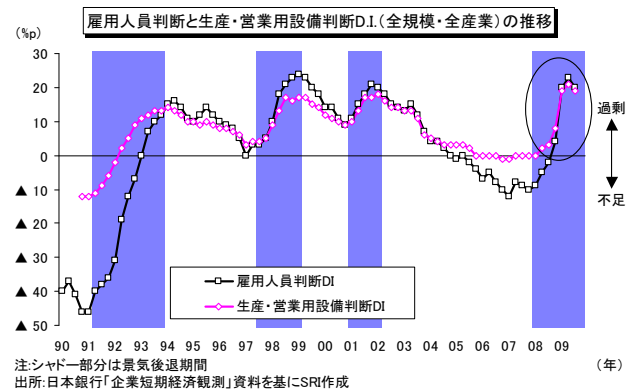
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



このように、循環的な回復の動きが次第に一巡していくとみられるなか、上記で挙げたように、景気対策による下支え効果も、エコカー購入補助やエコポイント制度の導入による自動車や家電の需要喚起の動きは次第に薄れていくとともに、補正予算の執行停止により公共投資による下支えは失われていくことになる。こうした循環的なモメンタム鈍化や政策効果の剥落といった動きを、民間需要の増加でどこまで補えるかという点が問題となるが、足元にかけての生産活動の持ち直しを受けて、設備投資や雇用の悪化に歯止めが掛かりつつあるものの、直ちに回復の動きが強まっていくところまでは期待しづらい状況にある。足元では個人消費が2四半期連続で増加しているものの、上記の政策支援による耐久財消費が増加の大半を占めている状況である。厳しい雇用・所得環境が続くと見込まれるなか、こうした耐久財に対する需要が次第に一巡してくれば、消費は再び低調な推移を辿る可能性が高いと考えられる。

生産が持ち直しの動きにあるとはいえ、製造業の設備稼働率（実稼働率ベース）は9月時点で63.8%に留まっており、企業の設備や雇用に対する過剰感は根強く残っている。もとより、過剰という概念は生産水準などの相対感であるため、生産の持ち直しとともに、過剰感も徐々に解消されていくという性質のものであるが、これまでのような急速な増産ペースが期待しづらくなっていく以上、そうした動きが早期に実現するとは期待しづらい。当方は、設備過剰感（製造業）が解消されるためには稼働率が80%超、同様に雇用過剰感が解消されるためには労働分配率が65%程度（4-6月期時点で69.6%、後方4期移動平均）まで回復ないし調整される必要があるのではないかと想定しているが、そうした状況が実現するためには、早くとも10年後半、おそらく11年まで時間を要するのではないかと考えている。少なくとも、目先は稼働率や労働時間の引き上げによる対応の余地が十分残されていよう。

また、日銀短観（9月調査）において、業況判断が改善する一方、設備投資計画が前回調査からなお下方修正されるなど、企業は世界的な財政政策による下支えが一巡した後の中長期的な需要動向について慎重な姿勢を崩していないとみられる。現状の生産能力が過剰であると認識しており、先行きに対しても慎重姿勢を崩していない以上、事業拡大に向けた動きが活発化するとは期待しづらい。生産の持ち



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。



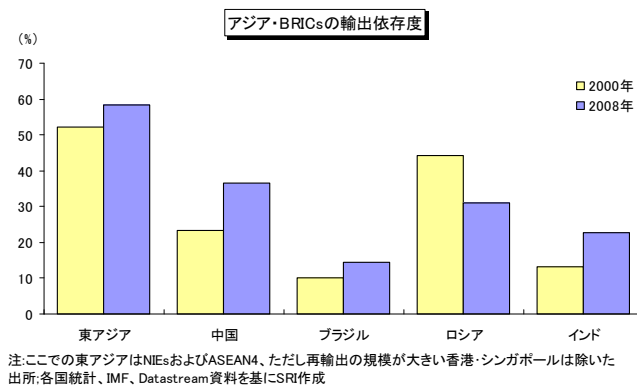
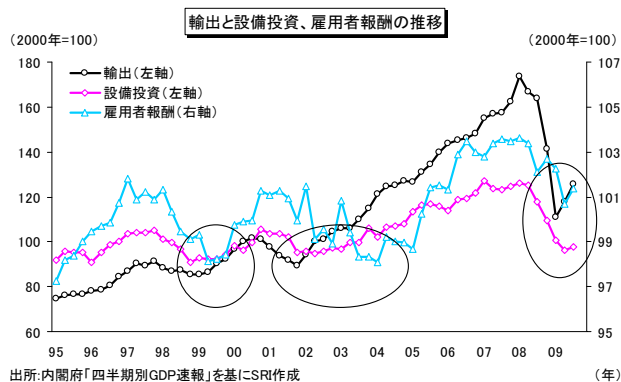
直しや企業収益の改善につれて、設備投資や雇用は下げ止まりから緩やかに増加に転じてくるとみられるものの、10年前半に循環的な回復モメンタムの鈍化や政策効果の剥落の影響を補えるほど回復してくるとは期待しづらく、本格的に回復の動きを強めてくるまでにはなお時間が必要であると考えている。

### 外需主導で緩やかな回復基調は維持

以上のように、10年前半にかけての日本経済は減速感が一旦、強まっていき、一時的には踊り場的な局面を迎えると想定している。問題は、こうした動きが一時的な踊り場に留まるのか、このまま景気がピークアウトし、二番底への入り口となるのかという点にある（どの程度の動きを二番底と呼ぶのかという点について、必ずしも明確な定義があるわけではないが）。この点、SRI では、海外経済について、今後、大規模な景気対策による需要の下支え効果が次第に薄らいでいくとみられるものの、米国経済が持ち直しの動きに転じてきており、こうした状況が維持されるなかにおいては、新興国が相対的に高めの成長を維持する可能性が高いことから、輸出の増加傾向は維持されるとみられる、当面の回復ペースは緩慢なものであるとしても、設備投資や雇用の調整は進展しており、輸出の増加傾向が維持されるなかであって、再び調整色を強めていく可能性は小さい などから、10年前半に一時的な踊り場を経た後、再び緩やかな回復傾向を辿っていくと想定した。

近年の動きからも明らかなように、日本経済の回復の起点となるのは輸出である。輸出の増加につれて、生産活動が活発化し、遅れて設備投資や雇用の増加につながるといった道筋を辿ることになる。このため、10年前半に想定される踊り場の動きを経て、再び回復軌道を辿ることになるのか、二番底へ向かうことになるのかどうかという点については、輸出の回復が持続するかどうかにかかっているといても過言ではない。既に、循環的な回復モメンタムが徐々に一服していく点や政策による下支え効果が次第に薄らいでいくため、足元のような速いペースでの回復から増勢は鈍化していく可能性については述べたが、輸出が増加基調を維持することができるかどうかは、よほどの円高を見込むのでなければ、海外経済の動向、特に民間最終需要への自律的回復に移行できるかどうかという点が重要と考えられる。

この点、足元では、景気対策の効果もあり、中国をはじめとするアジアの回復が鮮明となっているが、アジア経済はそもそも外需依存度が高い構造であり、持続的な回復のためには、輸出の回復が必要となる。全体として、新興国の成長率が先進国に比べて相対的に高い状況には変わりないとみられるが、世界的に貿易や金融面の結びつきが強まっていることから、

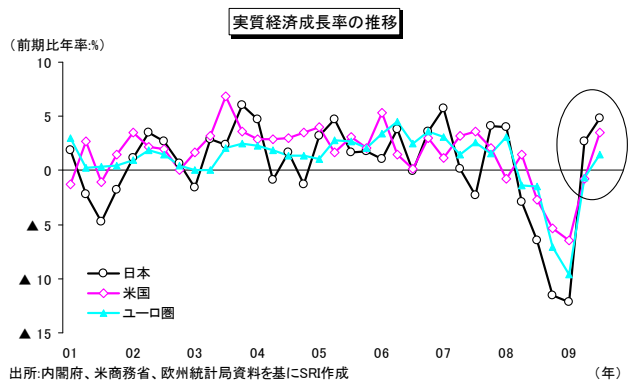
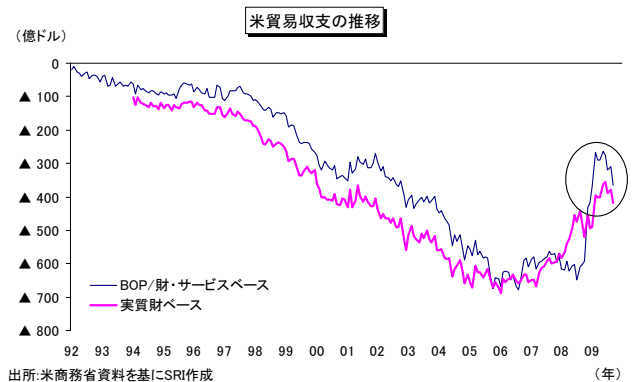
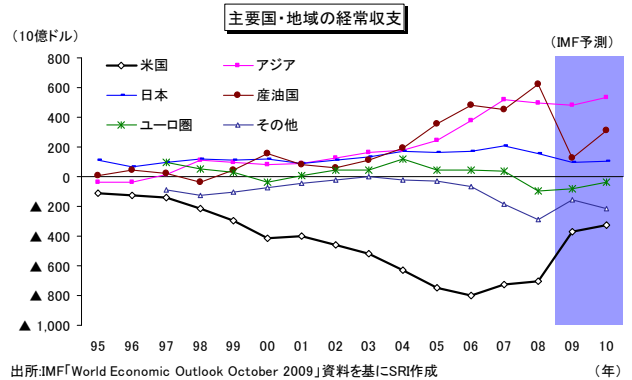


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



新興国経済が先進国の影響から完全に独立するものでもないということは、既に昨年後半以降の経緯で明らかといえる。他方、金融危機のマクロ的背景として国際的な不均衡（経常赤字国の過剰消費と黒字国の貯蓄超過）を指摘する声は強く、9月のピッツバーグ・サミットにおいて、「強固で持続可能かつ均衡ある成長のための枠組み」を立ち上げることが合意され、経常収支の不均衡は正を目指す方針 経常赤字国は輸出強化や民間貯蓄の促進、財政再建に取り組み、黒字国は投資の増加や社会的セーフティー・ネットの改善など国内の成長源強化に取り組む が打ち出された。米国としても、成長セクターであるアジア市場への輸出拡大によって、成長や雇用を促進することを志向しているとみられる。とはいえ、新興国の貯蓄超過が解消され、内需主導型経済にシフトするためには、金融・資本市場や社会保障制度の整備など多くの課題があり、そうした構造変化が短期的に実現するというのも、なかなか難しいのではないかと考えている。足元の米国経済の回復にしても、景気対策によって自動車や住宅の需要を刺激したことよるところが大きく、貿易赤字縮小の動きには歯止めがかかっている。消費主導から輸出・投資主導の成長パターンに向けた動きはこれからということであろう。長い目でみれば、アジアなど新興国の中間所得層が拡大することで、内需型成長にシフトし、成長源が多極化していくという姿は考えられるものの、少なくとも予測期間中においては、現在の経済規模を考えても、米国にかわって新興国が世界経済の回復を牽引するところまでは期待しづらいと考えている。

一方の先進国については、現状、銀行貸出の減少などの信用制約と厳しい雇用情勢が自律的回復への障害となっている。とりわけ、欧州については、欧州にとっての成長セクター（日本でいえば、アジア）ともいべき中東欧経済が金融危機の後遺症もあり、不振に陥っている、金融機関の損失処理が米国に比べて遅れていると指摘されるなか、間接金融に依存する度合いが米国に比べて強いため、信用の制約による影響を相対的に強く受ける可能性がある、財政出動が相対的に小粒である上に、財政健全化に対する意識が強く、既に緊縮的な財政に舵を切り始めた国も出てきているなど、政策による支援が手薄となりがちである などから、米国や日本と比べて



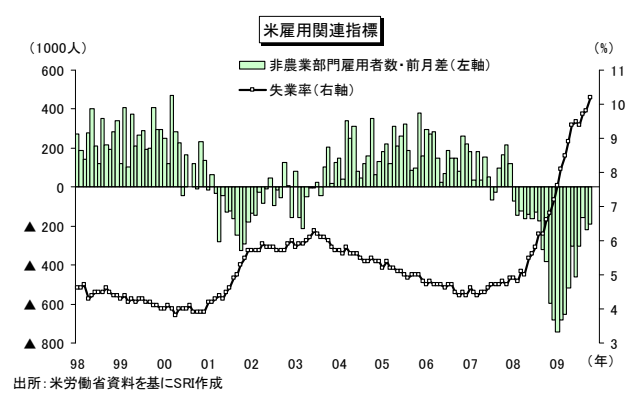
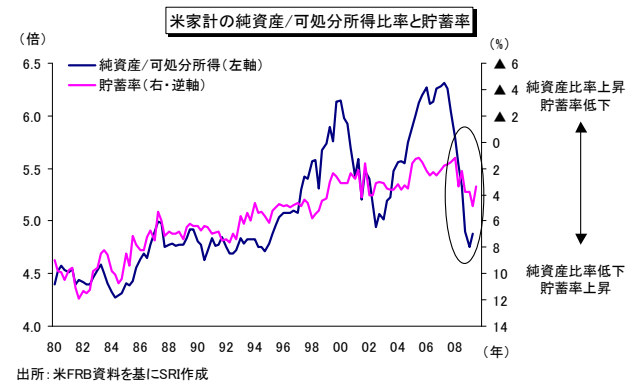
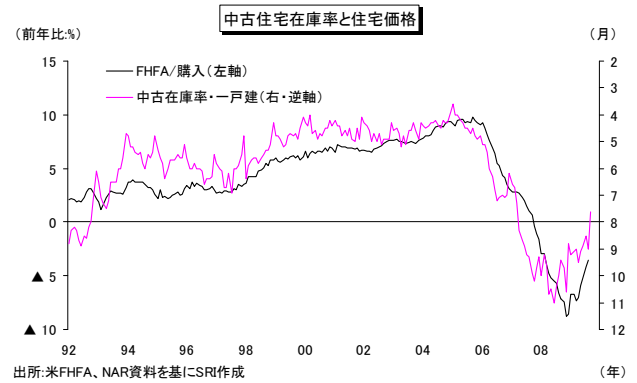
本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



も回復テンポは緩慢なものに留まる可能性が高いと判断している。従って、結局のところ世界経済の鍵を握るのは米国であるという従来の見方を維持している。

ここで、米国経済についてみると、7-9月期の実質 GDP は前期比年率 +3.5%と5四半期ぶりにプラスに転じ、リセッション脱却が改めて確認された。自動車販売支援策や住宅ローン減税、FRBによるエージェンシー保証 MBS 購入にによって住宅ローン金利が低位に抑制されている点など、政策によって支えられているという面は否定されるものではない。ただし、大規模な財政・金融政策により、経済・金融のスパイラル的な悪化を食い止めたことにより、企業の在庫、設備投資、労働コストの調整が進展したほか、住宅販売が上向き、需給関係が改善したことで、価格が下げ止まりつつあるといったように民間部門の調整が促進され、民間需要の回復に向けた下地を形成しつつある面も無視すべきではないと考えている。個人消費についても、自動車による押し上げが大きな部分を占めているとはいえ、非耐久財やサービス支出も増加しており、10月にかけても小売売上高は改善傾向を継続している。この点は、株価の上昇や住宅価格の下落に歯止めが掛かってきたことを受けて、何らかの資産効果が寄与している可能性も考えられる。

もちろん、現在の雇用情勢は厳しく、回復の初期段階であるため、当面は労働時間の引き上げによる対応余地が残されていることから、直ちに雇用情勢が改善することも期待しづらく、しばらくジョブレス・リカバリー的な色彩は残るだろう。とはいえ、企業の単位労働コストは足元、大幅に低下しており、人材派遣業の雇用が3ヵ月連続で増加しているなど、限界的な変化も認められる。経済の回復が持続し、企業の先行きに対する期待が改善してくれば、次第に雇用回復の動きも確認されてくるようになるだろう。また、景気対策でこれまでに実際に支出された金額をみると、減税や給付金、州・地方政府支援のための拠出などが先行しており、インフラ投資など雇用創出に結びつきやすい財政支出が本格化するのはいずれからである。さらに、先般、企業向け減税（欠損金繰戻期間延長措置の対象拡大）や住宅ローン減税の期限延長、失業保険給付期間の延長などが打ち出され

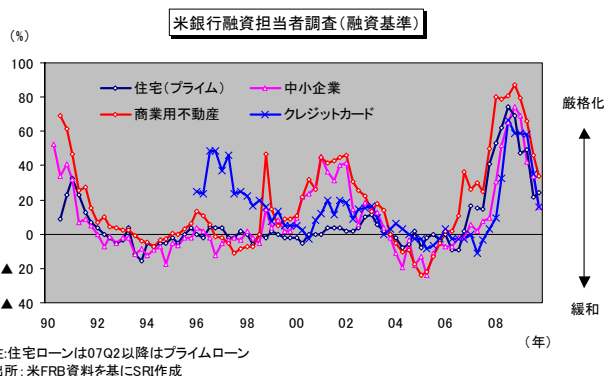


本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。



たところであるが、10年に中間選挙を控えて、現行の対策では雇用創出に不十分と判断される場合には、財政状況を考えれば、包括的かつ大規模な対策が打ち出されるとまでは期待しづらいものの、追加的な対策も俎上に上ってこよう（現時点で、具体的に見通しとして想定しているわけではない）。

以上のように、雇用環境に依然として厳しさを残すものの、米国経済は着実に回復に向けて動き始めていると判断している。確かに、金融・資本市場の改善により、社債などによる資本調達には改善傾向にある一方、商業用不動産問題の台頭など、不良債権処理の動きは道半ばであり、金融機関は厳格な貸出基準を緩めていないため、特に家計や中小企業への信用供与が制約されている、かつてのIT産業や住宅ブームおよびそれに付随したローンの拡大や資産



価格の上昇を背景とした過剰消費といった成長の牽引役も見当たらず、大規模な需給ギャップが残存するなかには、雇用や設備投資の回復に弾みがつきづらい状況が、しばらくは続くと思われるなどからこれまでの大幅な落ち込みに比べて、回復に向けた足取りがやや重くなる面は否めないものの、米国経済は、徐々に民間需要へのバトンタッチを進めながら、回復を続ける可能性が高いと判断している。

以上のように、世界経済の回復基調が維持されるとの想定のもと、わが国輸出は循環的な回復や財政政策による需要下支えを背景とした、比較的早いペースでの持ち直しの動きは次第に一服していくとみられるものの、回復傾向は継続する可能性が高い。このように輸出・生産の増加基調が維持されるもとであれば、再び設備投資や雇用の調整圧力が強まり、民間需要を下押しする事態は回避されるのではないかと考えている。この点、雇用については、将来的な生産回復や長期的な人手・人的資本の不足も睨んで、雇用調整までには踏み切らなかったケースや雇用調整助成金による支援に支えられた面などもあり、設備投資に比べて、当初の雇用調整のペースは相対的に緩やかであったことから、設備投資に比べてやや回復が遅れる可能性には留意が必要と考えているが、一段と雇用調整の動きが深刻化する可能性は小さいという見方には変わり無い。また、2000年代前半との比較でいえば、企業のバランスシート調整が進展した結果、過剰な債務を抱えているがゆえに、キャッシュフローの使途として、債務返済が優先されるという動きは和らいでいるのではないかと考えられる。したがって、循環的な回復モメンタムの鈍化や一時的に政策による下支えが剥落することが予想される状況ではあるが、輸出の増加基調が維持され、設備投資や雇用の調整にも歯止めが掛かってきていることから、景気がピークアウトして、二番底に向かう状況は回避される可能性が高いのではないかと想定している。

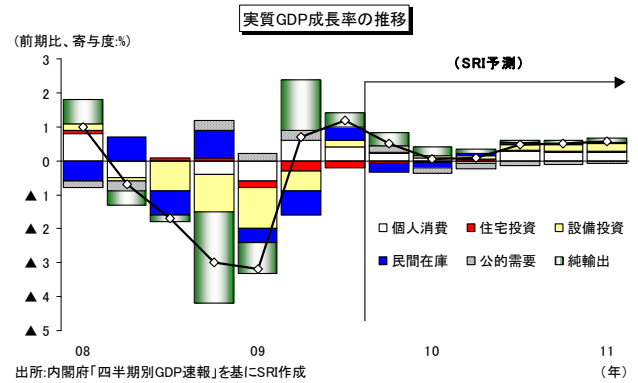
以上みてきた点をまとめると、今後の日本経済については、循環的な回復モメンタムの鈍化や政策による下支えが一時的に剥落することから、10年前半にかけて、成長ペースは鈍化していき、一時的には踊り場的な局面を迎える可能性が高いものの、世界経済の回復基調が続くもと、輸出・生産の増加基調は維持され、民間需要も緩やかながら回復に向けた動きが継続することから、踊り場を経た後は、再び緩や

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。

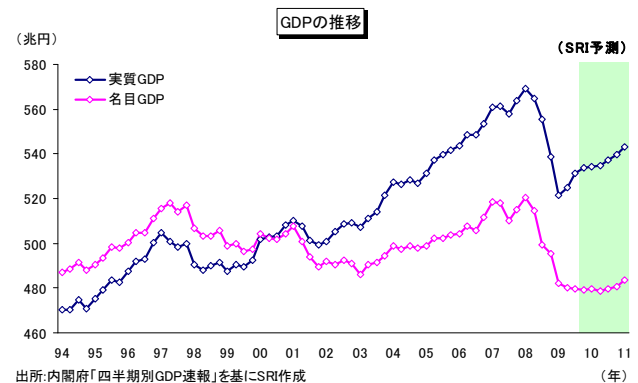


かな回復傾向を辿っていくという姿を想定した。

前回予測との対比では、今回は輸出の鍵を握る米国経済において、景気対策一巡後の民間需要へのボタンタッチの道筋が不透明であることから、どちらかといえば10年後半にかけて成長ペースが鈍化していく姿を想定していた。今回の予測において、10年前半にかけて踊り場的な状況を迎えるものの、10年後半にかけての回復を見込む要因は、主として米国経済に対する見方を上方修正したためである。米国経済は、厳しい雇用情勢や金融機関の不良債権問題、高水準の財政赤字などに不安定な面を残しているものの、大規模な景気対策の効果が徐々に顕在化してくるに加えて、在庫や設備投資、労働コスト面での企業部門の調整が進展しているほか、政策による支援に支えられている面はあるものの、住宅市場の調整にもメドが立ってきている。SRIでは従来、米国経済について基本的に想定している姿よりも順調に回復に向かう可能性を注視してきたが、足元においてこうした動きが確認されてきたことから、足取りは重いながらも、前回予測時点に比べて、民間需要の回復が徐々に進展していくという見方を強めている。



このように、日本経済については緩やかな回復傾向が続くと考えているが、問題も残されている。まず、米欧金融機関の調整の動きが継続し、信用の伸びが制約されるなかであって、短期的には大幅な落ち込みからの回復の過程で潜在成長率を上回るような局面が実現するとしても、金融危機以前のように持続的な高成長の動きが再現される可能性は期待しづらい。結果として、経済活動が金融危機以前の水準を回復したり、需給ギャップが解消されるためには、なおかなりの時間を要するだろう。また、今後想定される日本経済の回復の姿は、輸出ないし大企業・製造業に牽引される構図に変化はないと考えている。連立新政権の政策の基本的な方向性は、子ども手当の支給などにより、家計の可処分所得を増やし、内需主導型経済へ転換していくというものであり、実際に、こうした措置により10年度の家計所得は下支えされるものとみられる。ただし、グローバル化に伴う企業間競争や雇用の大半を占める中小企業の生産性低迷などから、賃金面での波及を通じて、回復の動きが家計部門へ波及していくという姿は引き続き期待しづらいと考えている。また、大規模な需給ギャップが残存する可能性が高いこと、上記のように、賃金の伸び悩みが続くとみられ、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、小売分野での競争が激しい一方、厳しい所得環境から消費者の低価格志向が強まっていることなどから、予測期間を通じて、消費者物価の下落傾向が続く可能性が高い。このため、外需と内需、企業部門と家計部門では回復の動きに濃淡が表れやす



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基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。



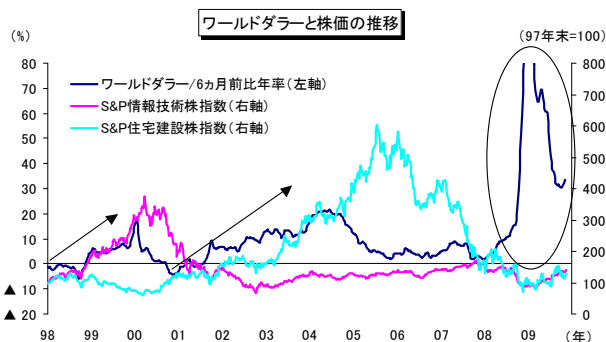
く、とりわけ家計部門にとっては実感なき回復の動きが継続することになるう。

## 上振れ、下振れ要因に引き続き留意

10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、これまでに打ち出されてきた財政・金融政策の効果や副作用ならびに出口政策の行方など、今後の見通しにはなお不透明な部分も多いため、上記見通しから上振れ・下振れする可能性にも引き続き注意が必要と考えている。

主な点としては、日本を含め、各国における景気対策による需要下支え効果とその反動の動きの度合い、米国経済の動向、企業部門の調整が進展するとともに、業績が回復してきたことを受けて、先行きに対する自信が回復し、雇用や設備投資が想定以上に順調に回復に向かう上振れの可能性の一方、商業用不動産問題による中小金融機関の相次ぐ破綻が雇用面を中心に米国経済の回復を抑制する可能性、大量の流動性供給や投資家のリスク許容度回復、一部新興国における為替の硬直性などにより、資産インフレや資源価格の上昇がもたらされる一方、経済情勢への配慮から対策が後手に回ることで、最終的に想定以上の引き締め政策を迫られる可能性、他方で、株価や住宅価格の上昇が資産効果をもたらしたり、成長期待の大きい新興国への資金流入が活発化したりすることで、潜在的な需要が顕在化し、米国の消費や住宅販売、新興国経済が想定以上に順調に回復に向かう可能性、投機的資金の流入による商品市況の上昇が先進国やアジア諸国の交易条件悪化につながる懸念がある一方、資源需要の高まりにより、資源国の交易条件が改善することで、新興国主導の回復の動きが広がりを見せる可能性、とりわけ、海外にファイナンスを依存する米国において、大幅な財政赤字や大量の流動性供給が、インフレ期待や財政リスクへの意識を高めることで、長期金利が想定以上に上昇する可能性、各国雇用情勢の改善の遅れが貿易摩擦や保護主義的な動きを招来し、貿易活動に悪影響を及ぼす可能性、何らかのショックにより、实体经济の悪化がもたらされた場合、足元で落ち着きを示している米欧金融機関に対する懸念が再燃する可能性、世界経済の回復が後ずれするなどして、企業の中長期的な期待成長率に変化が生じる場合や政策に対する不透明感の高まりなどにより、国内の設備投資・雇用の回復が遅れる可能性、新型インフルエンザの流行状況などに注意が必要と考えている。

このうち、当面注視しておきたい点としては、～の点であり、あえてまとめれば「潤沢な流動性や低金利が資産インフレや商品市況の上昇をもたらす可能性」と「そうした動きに対する各国政府・中央銀行の対応」と考えている。従来 of 予測においても、大量の流動性供給が資産インフレや商品市況の上昇をもたらす可能性については注視してきたところであり、足元にかけての株式市場や商品市況の上昇についても、経済見通しの改善とともに、潤沢な流動性や世界的な低金利といった緩和的な金融環境が寄与したものと考えている。この間、経済情勢の改善に応じて、オーストラリアやノルウェーなど利上げに転じる国も出始めてきており、ブラジルでは過熱気味の短期資金の流入に対して、通貨高による輸出産業へ



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。

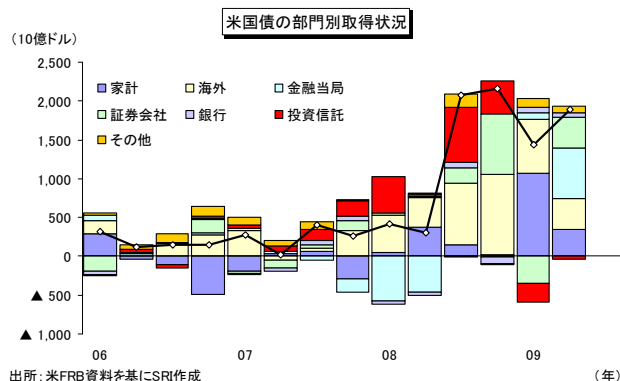


の影響に配慮して、金融取引税を課すという動きもみられている。

足元で注意しておきたい動きとしては、アジアにおいて株価や不動産など、資産インフレ懸念が浮上している点がある。緩やかな金融環境が維持され、投資家のリスク許容度が改善するなか、金融面での影響が先進国に比べて小さいことや成長期待が高いことから、新興国に資金が流入しやすいという状況は理解できるものの、こうした動きが過熱すれば、いずれは過度な価格の上昇をもたらしかねない。アジアに限った話ではないが、ドル・ペッグを採用している国は米国の低金利に歩調をあわせることになるため、経済情勢に比して過度に金融緩和的な状況に陥る可能性がある。また、アジア諸国は輸出依存度が高いため、企業収益や競争力の悪化を招きかねないことから、通貨高に対応して、積極的に為替介入を実施する傾向があり、このため国内に大量の流動性が供給される結果になってしまうケースがある。こうした流動性が資産インフレをもたらす可能性が懸念されるところである。

短期的には、こうした資産価格の上昇は内需を刺激する結果、成長の上振れ要因となると考えられる。ただし、この場合、過剰流動性を背景とする資産価格の上昇をテコに高成長を達成するという構図は、主役が変わるだけで、金融危機以前とあまり変わりはなく、持続性に懸念がもたれる。また、この際注意しておきたい点は、エネルギー効率が相対的に低い新興国の成長率が上振れることで、資源需要が高まり、商品価格に上昇圧力をもたらす可能性（商品市況の場合、直接的に資金が流入して価格が押し上げられるというケースもある）であり、こうした動きは、先進国の交易条件の悪化につながるとともに、インフレ期待が高まる場合、中央銀行の対応を難しくさせる。もう一つは、過度な資産価格の上昇に対応して、金融引き締めへ転じた場合、金利の上昇が一層の通貨高圧力になりうるという悪循環を招きかねず、結果として過度な引き締めを迫られる可能性である。こうした事態を回避するためには、予防的に引き締めへ転じていくことが考えられるが、今度は実体経済との兼ね合いでそうした動きが可能であるかどうか問題となる。実体経済へ配慮して、金融引き締めへ転じるタイミングが遅れば、やはり一段の価格上昇を招き、沈静化のために大幅な引き締めを迫られることになる。特に中国においては、金利変動による調整ではなく、貸出の量的規制など直接的な対応が実施されることになれば、引き締めが効きすぎて、景気減速の度合いを強めかねない。こうした動きに対して、各国政府・中央銀行がどのような対応を採り、ソフトランディングに導くことができるかどうか、注目される所だ。

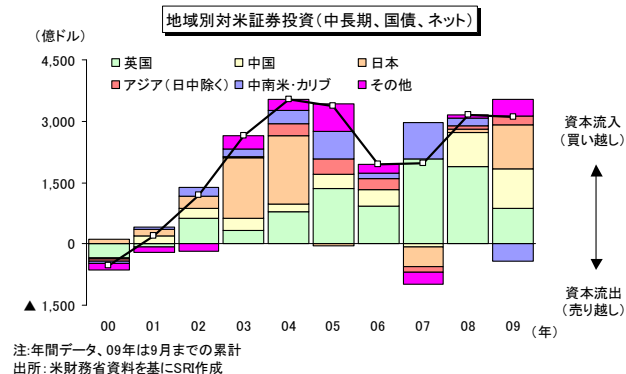
また、特に先進国では危機対応のために財政収支が大幅に悪化しているなか、商品市況の上昇がインフレ期待の高まりを招く場合には、長期金利に上昇圧力がかかる可能性がある点にも注意が必要と考えている。とりわけ、海外にファイナンスを依存する米国の長期金利の動向には注意が必要である。基本的には財政赤字が大幅に拡大する一方で、民間資金需要が低迷しているため、長期金利の過度な上昇は避けられるのではないかと考えている。ただし、FRBは既に国債買入れを終了しており、仮にアジア諸国が資産インフレに対応して、通貨高を受け入れる場



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。



合、誰が米国のファイナンスを担うのかという点も、やや気になるところである（ファイナンス自体が難しくなるというわけではなく、金利の上昇など調達環境が厳しくなる可能性について留意が必要と考えている）。米国経済がなお不安定な要素を残すなかでの長期金利上昇は、せっかく改善の兆しがみられはじめた住宅や自動車などの需要に影響を与えかねない。ドル安や長期金利の上昇は、ドル建てで保有している資産の目減りや米国経済の悪化を通じて、アジア諸国にも影響するため、ドル離れのような極端な動きが顕在化するとは考えていないが、こうした米国の財政ファイナンスや長期金利の動きについても注意しておきたい。



以上、資産インフレ懸念に関する点として述べてきたが、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。とりわけ、昨年後半以降の経緯からも明らかなように、日本経済を左右する大きな要因は海外経済・金融市場の動向であるため、こうした動きや各国政策当局の舵取りに注意を払いつつ、引き続きフォローしていきたい。

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:%)

	2008年度				2009年度				2010年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010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	▲ 1.1	▲ 3.0	▲ 0.8	▲ 2.6	▲ 0.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	▲ 0.2	0.2	0.2	0.7	▲ 3.5	▲ 3.6	0.2
実質GDP	▲ 0.7	▲ 1.7	▲ 3.0	▲ 3.2	0.7	1.2	0.5	0.0	0.1	0.5	0.5	0.6	▲ 3.2	▲ 2.4	1.4
(前期比年率)	▲ 2.9	▲ 6.5	▲ 11.5	▲ 12.2	2.7	4.8	2.0	0.2	0.4	1.9	2.1	2.4			
*国内需要	▲ 0.3	▲ 1.5	▲ 0.3	▲ 2.3	▲ 0.8	0.8	0.1	▲ 0.2	▲ 0.0	0.4	0.4	0.5	▲ 2.0	▲ 2.3	0.7
*民間需要	0.0	▲ 1.5	▲ 0.6	▲ 2.5	▲ 1.1	0.8	▲ 0.1	▲ 0.0	0.1	0.5	0.5	0.5	▲ 1.9	▲ 2.9	1.1
民間最終消費支出	▲ 0.9	0.0	▲ 0.7	▲ 1.1	1.0	0.7	0.3	0.1	▲ 0.2	0.5	0.4	0.4	▲ 0.5	0.5	0.9
民間住宅	▲ 0.4	4.3	3.3	▲ 6.6	▲ 10.2	▲ 7.7	▲ 3.2	▲ 1.6	2.6	2.0	1.7	1.3	▲ 3.0	▲ 19.4	0.4
民間企業設備	▲ 0.9	▲ 5.8	▲ 7.0	▲ 8.2	▲ 4.2	1.6	0.3	0.5	0.7	1.1	1.4	1.6	▲ 9.6	▲ 13.1	3.8
*民間在庫品増加	0.7	▲ 0.7	0.8	▲ 0.4	▲ 0.7	0.4	▲ 0.3	▲ 0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	▲ 0.6	0.0
*公的需要	▲ 0.3	0.0	0.3	0.2	0.3	0.0	0.2	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	0.6	▲ 0.4
政府最終消費支出	▲ 0.8	▲ 0.1	1.3	0.1	▲ 0.2	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	1.0	1.1
公的固定資本形成	▲ 4.8	0.7	2.5	3.1	7.7	▲ 1.2	2.5	▲ 5.5	▲ 5.0	▲ 4.5	▲ 4.0	▲ 3.5	▲ 4.4	10.6	▲ 14.1
*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	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 2.7	▲ 0.9	1.5	0.4	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	▲ 1.2	▲ 0.1	0.7
財貨・サービスの輸出	▲ 3.9	▲ 1.9	▲ 13.5	▲ 21.6	6.4	6.4	5.0	3.0	1.1	1.5	2.3	2.8	▲ 10.2	▲ 12.4	10.8
財貨・サービスの輸入	▲ 1.9	▲ 1.0	1.5	▲ 14.0	▲ 4.2	3.4	2.1	1.2	0.4	1.3	1.8	2.0	▲ 3.6	▲ 10.9	5.4
GDPデフレーター	▲ 1.5	▲ 1.6	0.7	0.9	0.5	0.2	▲ 2.0	▲ 2.8	▲ 2.0	▲ 1.2	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.3	▲ 1.2	▲ 1.2

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SRI作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2008年度				2009年度				2010年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010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	0.8	▲ 1.4	▲ 14.5	▲ 34.6	▲ 27.8	▲ 20.1	▲ 6.5	27.1	16.8	7.2	5.0	4.2	▲ 12.7	▲ 9.9	7.9
国内企業物価	4.9	7.3	2.6	▲ 1.8	▲ 5.4	▲ 8.3	▲ 5.1	▲ 2.0	▲ 0.8	▲ 0.7	▲ 0.3	▲ 0.2	3.2	▲ 5.3	▲ 0.5
消費者物価(生鮮食品除く)	1.5	2.3	1.0	▲ 0.1	▲ 1.0	▲ 2.3	▲ 1.7	▲ 1.2	▲ 1.1	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.5	1.2	▲ 1.6	▲ 0.8
完全失業率(%)	4.0	4.0	4.0	4.5	5.2	5.5	5.4	5.5	5.5	5.5	5.4	5.4	4.1	5.4	5.5
名目雇員報酬	0.6	▲ 0.0	▲ 0.7	▲ 2.2	▲ 4.7	▲ 3.7	▲ 3.7	▲ 2.3	▲ 0.9	▲ 0.8	▲ 0.6	▲ 0.3	▲ 0.5	▲ 3.7	▲ 0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	112.0	110.2	101.0	90.4	76.2	70.7	71.0	73.0	75.0	77.0	80.0	83.0	103.9	72.7	78.6
経常収支(兆円)	3.8	4.2	1.8	2.5	3.3	4.0	3.8	5.0	3.9	5.2	4.8	5.9	12.3	16.0	19.8
政策金利(無担保コールO/N物)	0.50	0.50	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10			
長期金利	1.61	1.51	1.43	1.28	1.45	1.34	1.35	1.30	1.30	1.40	1.40	1.40			

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SRI作成

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。

**【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）日本証券投資顧問業協会、  
（社）金融先物取引業協会