

# 2011年度・2012年度の経済見通し

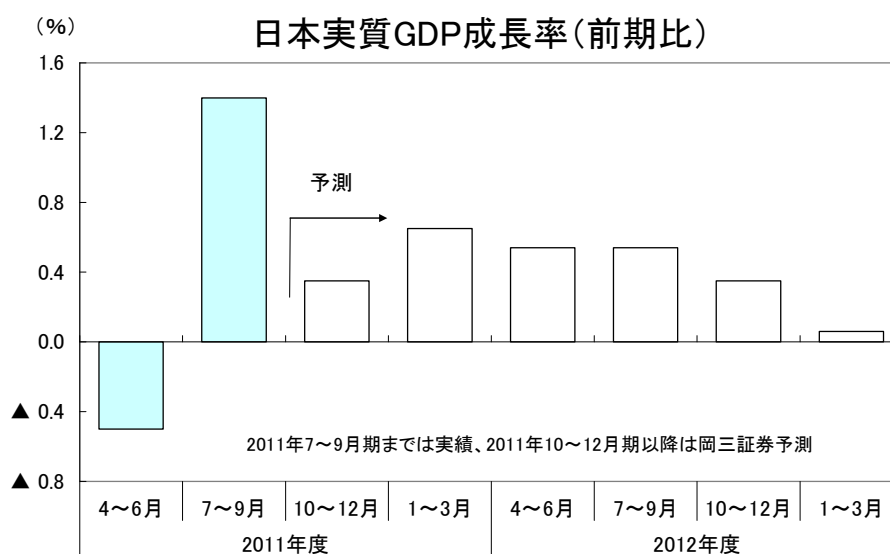
## ～復興に向かう日本経済、減速する世界経済～

2012年1月6日

### 【日本経済】～復興需要で拡大傾向続ける～

2011年度の日本の実質GDPを前年度比▲0.2%、2012年度を同+2.2%と予想。

日本経済は、2011年度後半、2012年度前半においては外部環境の悪化がみられるものの、復興需要を背景に緩やかな拡大が続くだろう。



内閣府資料より岡三証券作成:(データ出所)INDB

### 足元の日本経済

2011年7~9月期(2次速報値)の実質GDPの成長率は前期比+1.4%、前期比年率+5.6%の高成長となった。震災で大幅に落ち込んだ生産や消費マインドが急回復したことが主要因である。

しかし、秋以降、震災の影響からのリバウンドが一巡したほか、海外経済の減速もあり、日本経済の回復テンポは鈍化しつつある。

## 今後の日本経済

今後、更なる海外経済の減速や円高のマイナス影響の拡大が見込まれる。一方、復興関連の公共事業が加速すること、それに伴う企業の設備投資の増加が見込まれることは日本経済を下支えしよう。ただ、復興関連の需要は分野が限られるものであることから、2011年度下期・2012年度上期の経済成長率は高めに出ようが、人々には景気回復の実感が高まり難い状況となりそうだ。

(ただし、この見通しは、欧州や米国で大手金融機関の破綻などの金融危機がパニック化しないことを前提としている。)

## 日本経済予測表

|               | 2010年度 |         | 2011年度  |         | 2012年度  |         | (%)     |         |         |
|---------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|               | 上期     | 下期      | 上期      | 下期      | 上期      | 下期      | 2010年度  | 2011年度  | 2012年度  |
| 実質国内総支出       | 2.2    | ▲ 0.6   | ▲ 0.7   | 1.4     | 1.1     | 0.7     | 3.1     | ▲ 0.2   | 2.2     |
| 国内需要 ※        | (1.9)  | (▲ 0.4) | (0.1)   | (2.0)   | (1.5)   | (0.6)   | ※ (2.4) | (1.0)   | (2.8)   |
| 民間需要 ※        | (1.9)  | (▲ 0.3) | (▲ 0.3) | (1.7)   | (1.1)   | (0.4)   | ※ (2.3) | (0.4)   | (2.2)   |
| 民間最終消費支出      | 0.7    | ▲ 0.1   | 0.0     | 1.0     | 0.6     | 0.3     | 1.6     | 0.5     | 1.3     |
| 民間住宅          | 3.4    | 4.1     | 1.4     | 5.1     | 3.3     | 1.6     | 2.3     | 6.0     | 6.7     |
| 民間企業設備        | 4.2    | ▲ 0.9   | ▲ 1.2   | 1.0     | 4.9     | 2.5     | 3.5     | ▲ 1.1   | 6.7     |
| 民間在庫品増加 ※     | (0.8)  | (▲ 0.2) | (▲ 0.2) | (0.7)   | (0.1)   | (▲ 0.1) | ※ (0.8) | (0.0)   | (0.3)   |
| 公的需要 ※        | (0.0)  | (▲ 0.1) | (0.4)   | (0.3)   | (0.4)   | (0.2)   | ※ (0.1) | (0.6)   | (0.6)   |
| 政府最終消費支出      | 1.5    | 0.8     | 1.1     | 0.6     | 0.1     | ▲ 0.4   | 2.3     | 1.7     | 0.2     |
| 公的固定資本形成      | ▲ 5.1  | ▲ 4.9   | 5.2     | 4.0     | 8.2     | 5.0     | ▲ 6.8   | 5.3     | 13.1    |
| 財貨・サービスの純輸出 ※ | (0.5)  | (▲ 0.2) | (▲ 0.8) | (▲ 0.6) | (▲ 0.3) | (0.1)   | ※ (0.8) | (▲ 1.2) | (▲ 0.6) |
| 財貨・サービスの輸出    | 9.6    | 0.2     | ▲ 2.5   | 5.6     | 3.0     | 2.8     | 17.2    | 0.3     | 7.3     |
| 財貨・サービスの輸入    | 8.3    | 1.6     | 2.8     | 11.0    | 5.6     | 2.6     | 12.0    | 9.3     | 12.6    |
| 名目国内総支出       | 1.3    | ▲ 1.7   | ▲ 1.8   | 0.9     | 0.8     | 0.7     | 1.1     | ▲ 2.2   | 1.5     |

(注)※の項目は前期比寄与度、その他の項目は前期比。2011年度下期以降は岡三証券予測  
上期下期ベースは公表数値を用いて岡三証券で算出、その他は岡三証券予測

|                   | 2010年度 |       | 2011年度 |       | 2012年度 |       |        |        |        |
|-------------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|
|                   | 上期     | 下期    | 上期     | 下期    | 上期     | 下期    | 2010年度 | 2011年度 | 2012年度 |
| 鉱工業生産 (%)         | 17.4   | 1.7   | ▲ 4.4  | 1.7   | 8.6    | 3.3   | 9.0    | ▲ 1.4  | 5.9    |
| 国内企業物価 (%)        | 0.1    | 1.4   | 2.6    | 1.3   | 0.5    | 1.2   | 0.7    | 1.9    | 0.8    |
| 消費者物価(除く生鮮食品) (%) | ▲ 1.0  | ▲ 0.8 | ▲ 0.1  | ▲ 0.1 | ▲ 0.1  | 0.4   | ▲ 0.9  | ▲ 0.1  | 0.2    |
| 新設住宅着工件数 (万戸)     | 40.8   | 41.1  | 43.3   | 41.6  | 43.5   | 42.4  | 81.9   | 84.9   | 85.9   |
| 完全失業率 (%)         | 5.1    | 4.9   | 4.5    | 4.5   | 4.4    | 4.0   | 5.0    | 4.5    | 4.2    |
| 経常収支 (兆円)         | 8.49   | 7.63  | 6.95   | 3.50  | 4.70   | 4.60  | 16.13  | 10.45  | 9.30   |
| 10年国債流通利回り (%)    | 1.17   | 1.15  | 1.12   | 1.00  | 1.15   | 1.25  | 1.16   | 1.06   | 1.20   |
| コール翌日物(無担) (%)    | 0.09   | 0.09  | 0.07   | 0.10  | 0.10   | 0.10  | 0.09   | 0.09   | 0.10   |
| 円レート (円/ドル、円)     | 88.9   | 82.4  | 79.6   | 77.2  | 77.0   | 77.0  | 85.6   | 78.4   | 77.0   |
| (円/ユーロ、円)         | 114.0  | 112.3 | 113.6  | 102.1 | 100.0  | 100.0 | 113.2  | 107.9  | 100.0  |
| 原油価格 (WTI、ドル/バレル) | 77.0   | 89.8  | 95.9   | 95.0  | 95.0   | 95.0  | 83.4   | 95.5   | 95.0   |

(注) 鉱工業生産、国内企業物価、消費者物価は前年比。

10年国債流通利回り、コール翌日物(無担保)、円レート、原油価格は期中平均値。

2011年度下期以降は岡三証券予測。

<民間最終消費支出の判断>

| ○ プラス材料                           | ● マイナス材料                         |
|-----------------------------------|----------------------------------|
| ・エコカー補助金などの経済政策<br>・震災後の落ち込みからの回復 | ・伸び悩む雇用・所得環境、欧米経済の減速<br>・先々の税負担増 |

**判断) 政策支援あるもマイナス要因は増える。先々、勢いは鈍るか**

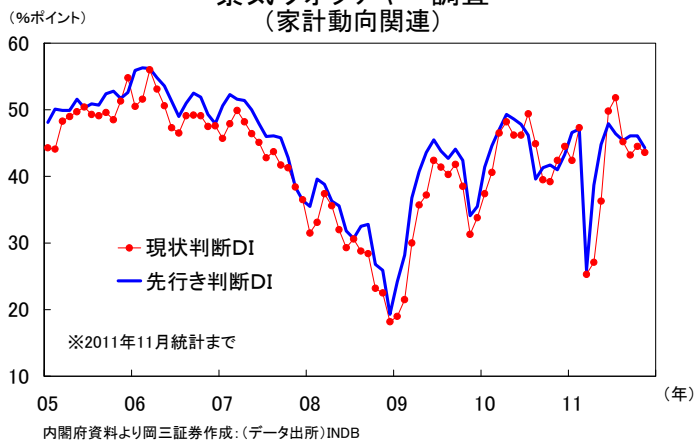
震災後、急速に落ち込んだ消費マインドの急回復は一巡し、個人消費は横ばいで推移している。今後は、補正予算に盛り込まれたエコカー補助金などの経済政策がある程度の期間下支え要因となるだろう。また、震災後の消費マインドの落ち込みからの回復は想定以上に速く、高額商品や旅行などの需要回復の動きは足もとでも続いているもよう。

一方、欧米経済は今後更に減速することが見込まれることから、雇用・所得環境に改善の動きは強まらないだろう。

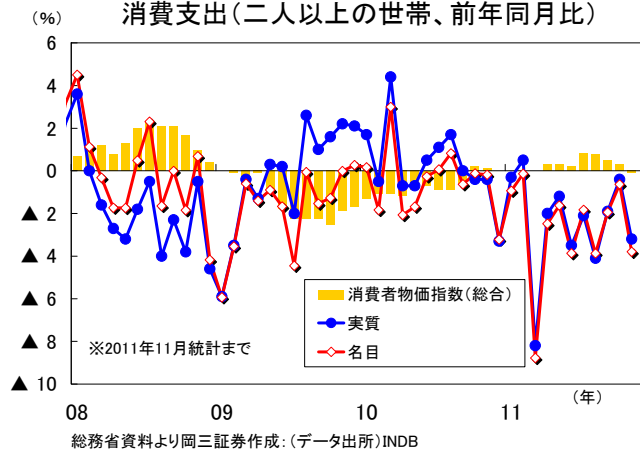
また、2013年以降は震災財源に対する所得税増税が実施される予定であり、消費税率が引き上げられる可能性も出てきた。消費税率の引き上げは、引き上げ前の駆け込み需要を生み出すものの、基本的には負担増であり個人消費のマイナス要因だ。

実質ベースの民間最終消費支出は、2011年度は前年度比+0.5%  
2012年度は前年度比+1.3%と予想する。

景気ウォッチャー調査  
(家計動向関連)



消費支出(二人以上の世帯、前年同月比)



<民間企業設備の判断>

| ○ プラス材料  | ● マイナス材料   |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・復興需要加速に伴う設備の増設</li> <li>・豊富な企業の内部留保</li> <li>・中小企業向け信用保証の拡大</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・海外経済の減速</li> <li>・円高による海外生産移転の動き</li> <li>・国内電力供給などに対する不安</li> </ul> |

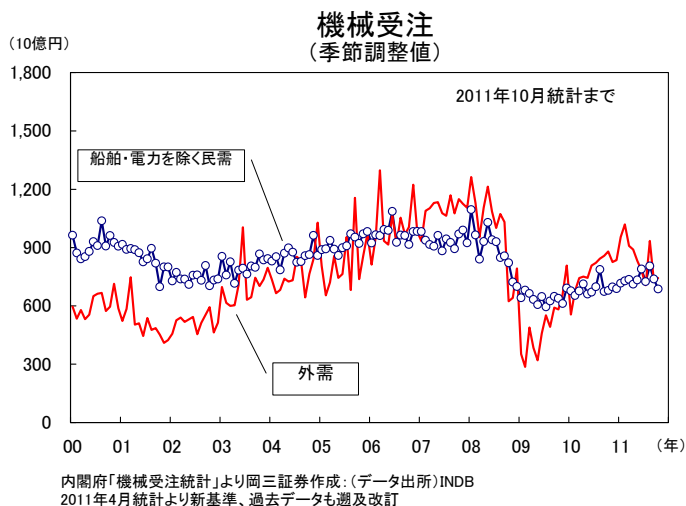
**判断)復興需要加速が追い風。不安材料あるも、当面は増勢基調か**

国内民間企業の設備投資の先行指標とされる機械受注（船舶・電力を除く民需）の10月実績は前月比▲6.9%と2ヵ月連続のマイナス。内閣府は基調判断を「一進一退で推移している」に据え置いた。8月以降、欧州の財政信用問題が注目され金融市場における緊張感が高まっており、実際に世界経済に減速の動きも出始めた。企業にも様子見姿勢が広がったようだ。

しかし、12月15日に公表された12月調査の日銀短観によると2011年度の設備投資（含む土地投資額）の下期計画は、前回9月調査から大幅に上方修正された。復興関連の公共事業の更なる加速が期待され、それに伴い民間企業の設備投資需要も高まっていくだろう。これまでの設備投資に消極的であったことの反動も出るとみる。

実質ベースの民間企業設備は、2011年度は前年度比▲1.1%

2012年度は前年度比+6.7%と予想する。



2011年度の設備投資(含む土地投資額)計画

|      |      | 2011/上期(前年同期比:%) |       | 2011/下期(前年同期比:%) |      |
|------|------|------------------|-------|------------------|------|
|      |      | 計画               | 修正率   | 計画               | 修正率  |
| 大企業  | 製造業  | ▲5.8             | ▲17.2 | +16.3            | +8.7 |
|      | 非製造業 | ▲5.1             | ▲7.2  | +2.2             | +5.3 |
|      | 全産業  | ▲5.4             | ▲10.9 | +6.9             | +6.5 |
| 中堅企業 | 製造業  | +14.0            | ▲6.9  | +27.6            | +5.1 |
|      | 非製造業 | ▲11.1            | ▲2.9  | +5.5             | +7.5 |
|      | 全産業  | ▲2.3             | ▲4.6  | +13.8            | +6.5 |
| 中小企業 | 製造業  | +6.1             | +3.4  | +7.8             | +3.2 |
|      | 非製造業 | ▲20.6            | +11.0 | ▲24.0            | +7.6 |
|      | 全産業  | ▲11.8            | +7.9  | ▲12.7            | +5.6 |

※修正率は2011年9月調査との比較  
※ソフトウェア投資額は含まない

2011年12月調査「日銀短観」より岡三証券作成

<民間住宅の判断>

|  |   |
|--|---|
| ○ プラス材料  | ● マイナス材料  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・被災地での住宅再建</li> <li>・耐震・エコ意識の高まり</li> <li>・住宅版エコポイントなどの財政政策。超低金利政策</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・所得・雇用環境の伸び悩み</li> <li>・減少トレンドに入りつつある人口</li> </ul> |

**判断) 支援材料増え、増加の動きが見込まれる**

持ち直しの動きが期待できよう。新設住宅着工件数（季節調整値）は、2011年7月31日に終了した住宅版エコポイントの反動で一旦減少したものの、足元は持ち直しの動きが見られる。

所得・雇用環境は伸び悩むことが見込まれるものの、第3次補正予算によって復活した住宅版エコポイントの効果や被災地の建設需要も見込まれる。被災地以外でも耐震・省エネ意識の高まりは、住宅需要の追い風要因だ。

実質ベースの民間住宅は、2011年度は前年度比+6.0%

2012年度は前年度比+6.7%と予想する。

<公的固定資本形成(公共投資)の判断>

|   |   |
|---|---|
| ○ プラス材料   | ● マイナス材料  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・復興・復旧に対する公共投資</li> <li>・学校施設などの耐震化・防災機能強化の動き</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・厳しい財政状態</li> <li>・政権支持率の低下</li> </ul> |

**判断) 大型の補正予算が成立。強い動き見込む**

2011年11月21日、12兆円規模の第3次補正予算が成立した。このうち、公共事業関連への1兆4,734億円に加え地方交付税交付金や東日本大震災復興交付金も計上されており、今後、公共事業は更に加速することが見込まれる。東日本大震災の被害総額は約16.9兆円と大きく被害地域も広範囲に渡っていることも、公共事業が大幅に増加する要因となるだろう。

実質ベースの公的固定資本形成は、2011年度は前年度比+5.3%

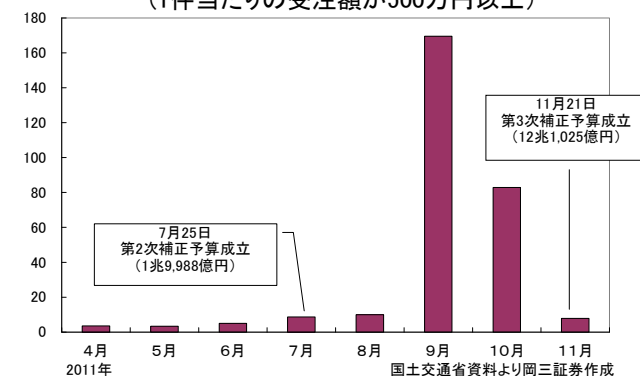
2012年度は前年度比+13.1%と予想する。

被害総額の比較

|                              | 東日本大震災<br>(内閣府防災担当) | 阪神淡路大震災<br>(国土庁) |
|------------------------------|---------------------|------------------|
| 建築物等<br>(住宅・事務所・工場等)         | 約10兆4,000億円         | 約6兆3,000億円       |
| ライフライン施設<br>(水道・ガス・通信・放送施設等) | 約1兆3,000億円          | 約6,000億円         |
| 社会基盤施設<br>(河川・港湾・下水道・空港等)    | 約2兆2,000億円          | 約2兆2,000億円       |
| 農林水産関係<br>(農業用施設、水産関係施設等)    | 約1兆9,000億円          | 約5,000億円         |
| その他<br>(文教施設、廃棄物処理施設等)       | 約1兆1,000億円          |                  |
| 総計                           | 約16兆9,000億円         | 約9兆6,000億円       |

内閣府資料より岡三証券作成

(億円) 東日本大震災からの復旧関係工事(公共工事)  
(1件当たりの受注額が500万円以上)



<外需(財貨・サービスの純輸出)の判断>

| ○ プラス材料   | ● マイナス材料   |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・ペースダウンも拡大見込まれる米国経済</li> <li>・金融緩和に舵を切った新興国経済</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・欧米での緊縮財政の動き。欧州は景気後退入りも</li> <li>・復興需要、電力不足などから輸入増</li> <li>・為替の円高</li> </ul> |

**判断)回復一巡後、輸出は伸び悩み見込む**

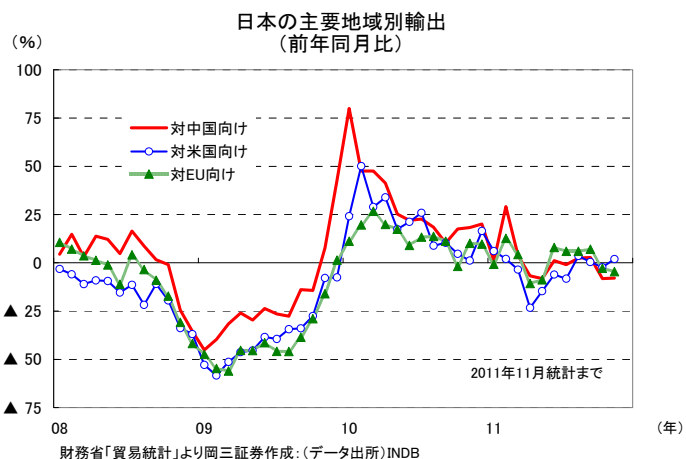
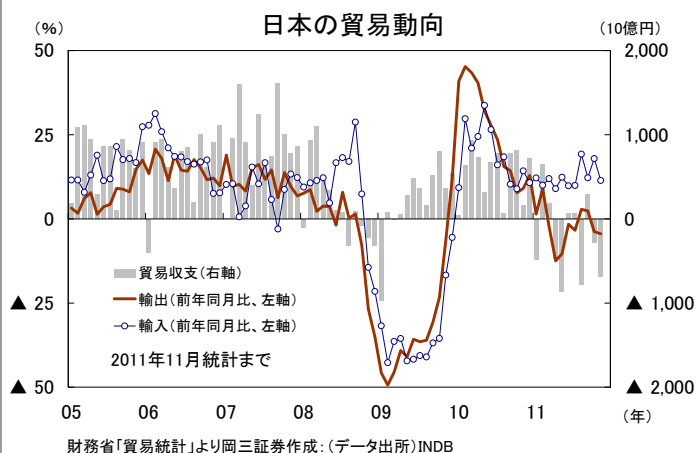
震災で落ち込んだ生産能力は概ね回復し、輸出も夏場辺りには震災前の水準を取り戻す動きがあった。ただ、足元では生産の震災からのリバウンドの動きが一巡したことに加え、海外経済が減速し始めたことにより輸出は横ばい圏で推移している。

今後も世界経済の動きは鈍化することが見込まれる。主要地域別でみると米国は景気拡大は続くものの緩やか、ユーロ圏は景気後退に陥るリスクは高いと考える。また、新興国も高成長トレンドは続くとみるが、そのペースは若干鈍化か。欧米では緊縮財政が採られることも、日本の輸出に対する逆風要因だ。

一方、日本の復興需要は輸入の増加につながる見込み。当面、貿易黒字を稼ぐ力は弱いままか。

実質ベースの財・サービス輸出は、2011年度は前年度比+0.3%、2012年度は同+7.3%

財・サービス輸入は、2011年度は前年度比+9.3%、2012年度は同+12.6%と予想する。



## 【海外経済】

### 海外経済の見通し（実質GDP見通し）

（暦年、前年比：％）

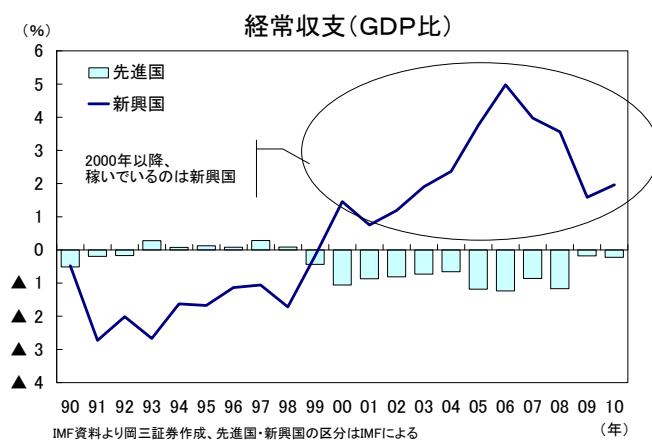
|      | 2010年 | 2011年(予) | 2012年(予) |
|------|-------|----------|----------|
| 米国   | 3.0   | 1.7      | 2.2      |
| ユーロ圏 | 1.9   | 1.6      | ▲ 0.3    |
| 中国   | 10.4  | 9.1      | 8.3      |

※2010年は実績、2011年以降は岡三証券予測

#### ～新興国、再び世界を救えるのか～

最近では欧米諸国だけでなく、新興国・資源国でも金融緩和の動きが目立ってきた。世界的に金融緩和の足並みが揃ってきていることは、2008年9月のリーマン・ショック直後の政策を思い出す。今回と当時の違いを考えると、「需要の減少ペースがリーマン・ショック後ほど急速ではない」、「欧米の財政出動余地は限られる」といったことが挙げられる。前者はリーマン・ショック直後よりまだましな動きと言えるが、後者は新興国経済の重要性が増していることを示している。

その新興国経済については、90年代以前と比較して「不況」に対する耐久力は強まっていると考える。膨大な人口が中間所得者層へ向かう動きは、短期的な景気循環というよりは世界経済の姿が変容していく大きな流れだろう。加えて、新興国は財政的な制約が小さい。欧米経済の減速の影響は当然受けようが、金融緩和効果のもと、個人消費や固定資産投資などの内需が新興国経済をある程度支えると考えられる。



- 1990年 日本・バブル崩壊
- 1994年 メキシコ通貨危機
- 1997年 アジア通貨危機
- 1998年 ロシア財政危機
- 1999年 ブラジル通貨危機
- 2008年 リーマン・ショック
- 2010年 欧州財政危機

## 【米国経済】～拡大続こうが、自律反発の動きは弱い～

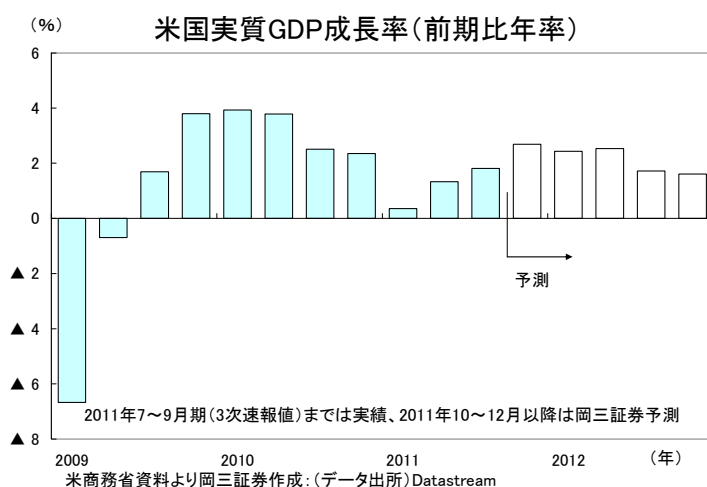
2011年の米国経済は、前半は低い成長率に止まったものの、後半にかけて「意外に底堅い」動きとなった。夏場には米国債の格付けが引き下げられたが、金利の急上昇といった状況には陥らなかった。日本の震災の影響による米国内での自動車生産の落ち込みも、一時的な動きに止まった。さらに底打ち・回復というにはまだ弱い動きだが、住宅関連の指標には事前予想を上回るものも目立ってきた。冴えない住宅市場は米国経済が抱える問題の象徴ともいえるものの、金利が低く抑えられていることや人口が増加していることの効果も出ているのだろう。2011年7～9月期の実質GDP成長率（3次速報値）は前期比年率+1.8%となった。

金利に関しては、FRBは現在の超低金利政策は少なくとも2013年半ばまで続けると宣言し、加えてツイスト・オペ（短期債から長期債に乗り換えることで、長期金利の低下を促す政策）も実施している。ユーロ圏の財政信用不安は今後も度々意識されるだろうが、FRBはQE3という奥の手もまだ持っている。金融面からのサポートは今後も続くと考えていいだろう。

また、2012年中は富裕層向けが中心のブッシュ減税が継続されることに加え、歳出削減が本格化するの2013年からだ。このことは、2012年の米国経済を支える要因となる一方で、それ以降の不安材料でもある。特に2012年は大統領選挙の年であるため、政策議論が混乱するリスクは残るだろう。

とはいえ、一時より若干低下しているとはいえ、8%台の失業率は米国の厳しい雇用情勢を示している。雇用の改善は経済指標の中では後半に目立つことが多いものの、現状は一時雇用者の増加が正社員の増加加速につながっておらず、経営者が先行き景気に対し自信を持っていないことが窺える。所得の増加も、減税などの政策によるところが大きい。こういった状況は、最近、米国内で頻発している抗議運動にも表れている。

加えて、今後、ユーロ圏経済がさらに厳しい状況に陥ることが見込まれるが、それは米国経済にも影響を与えるだろう。2012年は+2.2%の成長率を予想するが、年末にかけて徐々にペースダウンしていくと考える。



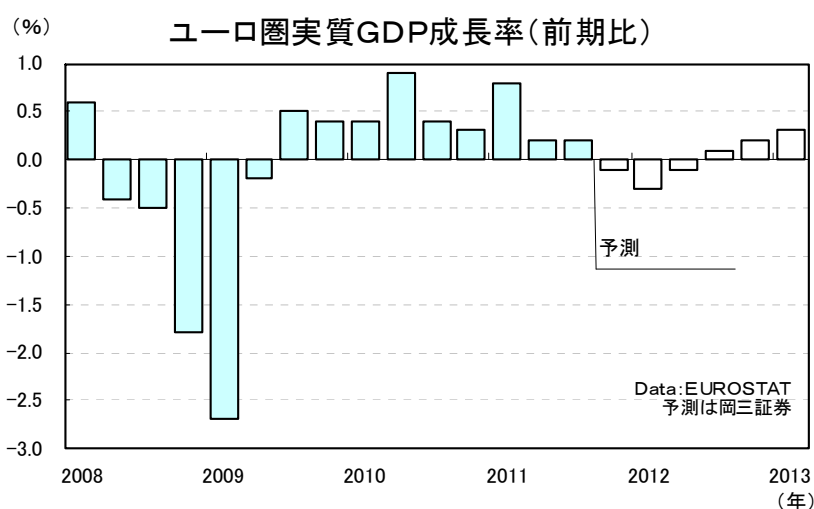
## 【ユーロ圏経済】～緊縮財政の影響顕在化でマイナス成長が見込まれる～

このところユーロ圏経済は減速色を強めてきたとはいえ、ユーロ圏域内の 2011 年の経済成長率は前年比+1.6%成長を確保できそうだ。欧州債務危機などがマーケットの波乱要因となりながらも、通年では意外に底堅い成長を記録することになるろう。2011 年は所謂成長率のゲタを+0.6%履いていた（2011 年に前期比ゼロ成長を続けても 0.6%成長できる計算になるということ）とはいえ、ゲタを除いても+1.0%の成長だ。

しかし、2012 年は 2011 年後半以上に厳しい環境となりそうであり、成長率はマイナス（前年比▲0.3%）を余儀なくされよう。最大のネックは緊縮財政。これは債務危機への対応の主力であり、各種増税や歳出カットなどの対応が本格化しているうえ、今後追加の緊縮策が実施される可能性もある。欧州連合の多くの国が財政統合を模索する過程でより厳しいコミットメントを課される可能性も高い。債務危機は財政のみならず金融部門にも及んでおり金融機関を通じた民間企業への貸し出しも抑制されよう。これにより内需の柱である個人消費及び固定資本形成は 2012 年入り後にはさらに厳しさを増すものと予想される。また、外需についても、米国経済は足元しっかりしているが、失業率の高さや貯蓄率低下を伴っての動きなどを考慮すると、さほど楽観視できない。また、中国経済も趨勢としては減速方向だ。従って、外需に過大な期待を持つこともむずかしい。

こうしたなか ECB（欧州中央銀行）は、2011 年秋口から金融緩和政策に舵を切るとともに、金融不安解消のため各種大規模資金供給策を積極化している。しかし、それでも 2012 年の各国の国債利回りは 2011 年との比較では高水準を余儀なくされそうであり、市中金利全般に金融緩和の効果が波及しづらい状況となりそうだ。周縁国でストが起これば生産活動が滞ることも考えられよう。それでも若年失業率の急上昇など社会不安の種がある。外需面で高い競争力を誇るドイツのサポートを期待したいが、確かに為替のユーロ安傾向は外需にプラスに働くものの、前述したように需要自体が強い環境ではない。ドイツによるサポートは経済成長をプラス化させるには至らないであろう。

2012 年は 2011 年にさほど表面化しなかった緊縮財政の影響が顕在化、経済を立て直す以前にユーロという仕組みの維持という守りの戦いを強いられる年になりそうだ。



## 【中国経済】～減速も、比較的堅調な成長を維持～

2012年の中国の経済成長率は前年比+8.3%と予想する。2011年の実質GDP成長率を若干下回る背景として、以下のことが考えられる。

- ① 世界経済の減速による輸出環境の悪化
- ② 地方政府関連の債務問題
- ③ 不動産投資の抑制政策の継続など

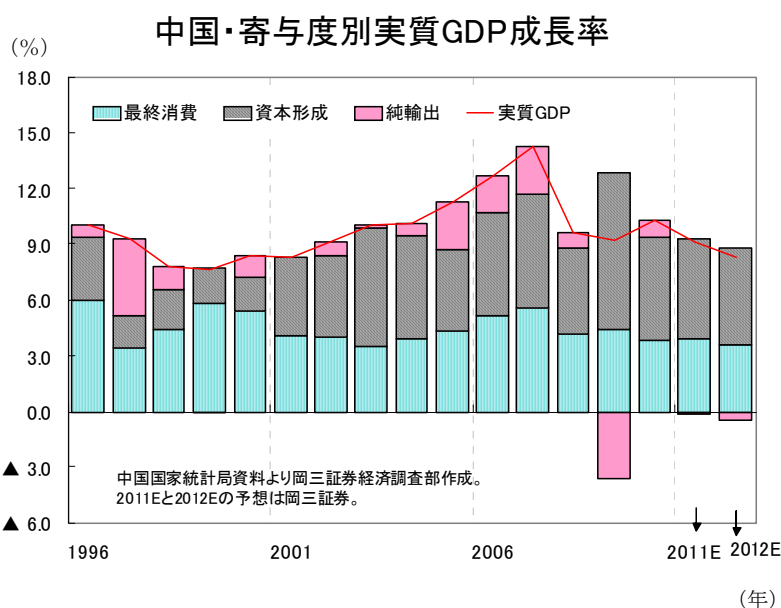
ここにきて、インフレ抑制政策の効果が現れ始めたほか、欧州債務問題を巡る混乱の影響を受け、輸出の伸びは鈍化しており、景気の更なる減速が予想される。そうしたなか、12月中旬に開催された「中央経済工作会議」では、当局はマクロ経済運営の舵を「成長確保」へ切った。また、「穏健な金融政策と積極的な財政政策」を通じて経済成長の安定化を図ることも確認された。財政面で余裕があることに加え、2012年は政権交代が進む年であり、政治側面でもやや高い経済成長が必要とみられる。当面、当局はこれまでの金融引き締め政策に対し段階的調整を行いながら、経済成長をサポートするために内需を拡大させる政策を積極化させる見通し。

具体的に、以下の分野における投資増加が見込まれる。

- ① 「第12次五ヵ年計画」の実施本格化
- ② 戦略的新興産業への投資と育成
- ③ 水利整備や三農関連
- ④ 保障性住宅建設、など。

民間消費について、小売売上高は堅調な動きを予想する。その理由として、個人所得税の見直し・減税の効果に加え、所得の増加、社会保障制度の整備、雇用対策の強化などが挙げられる。

海外経済のペースダウンという逆風のなかではあるが、経済成長をサポートする内需拡大策を実施することで、比較的高い経済成長が維持される見通し。



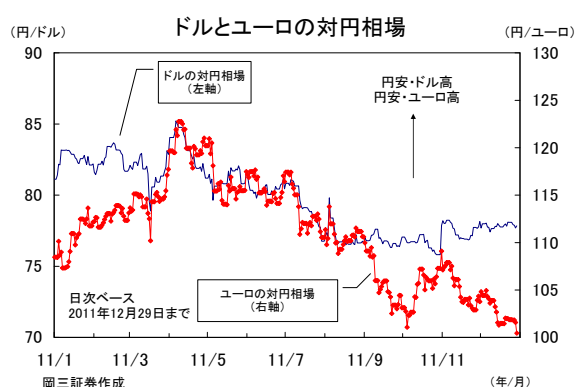
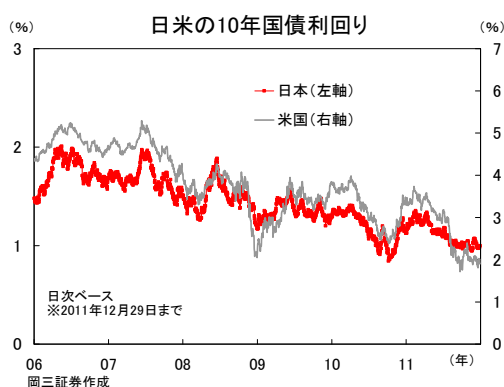
## 【金利・為替見通し】

2012年も日米の金利は低位で推移しそうだ。足元の米国では予想を上回る経済指標の発表が目立っているものの、それはあくまでも「予想を上回っている」というもので「力強い経済情勢」を示している訳ではない。FRBも慎重な景気認識を維持していることに加え、何かのキッカケで金利が上昇したとしても、まだQE3といった奥の手を持っている。日本も、復興需要の加速が景気を支え民間企業の設備投資も増加すると考えるものの、企業の内部留保は高水準にある。民間企業が借入を増やしてまで設備投資に積極的になるかといえはその見込みは薄いだろうし、デフレ問題を抱える中で金融政策は米国同様に超低金利維持で変化はないだろう。また、日本の公的債務残高のGDP比はギリシャを大きく上回るものの、当面は国債発行を国内消化で賄えそうだ。一方、リスク要因としては米国では大統領選挙を控えていること、日本では支持率が低下している野田政権が消費税増税を掲げていることなどから政策議論、特に財政に関する議論が混乱する可能性が挙げられる。

そのような状況下で、2012年の為替相場の注目点は引き続きユーロの動向だろう。2012年前半は、ギリシャ国債のデフォルト議論、スペインやイタリアなど問題債務国の国債大量償還、ギリシャやフランスでの国政選挙などが集中しており不安感が高まりやすい状況にある。加えて緊縮財政を余儀なくされているユーロ圏経済の動きは今後も鈍るだろうし、景気後退局面に入る可能性も高い。

一方で米国経済は「意外に底堅い」動きが続いている。財政が厳しい中でも減税などの政策をやり繰りしていることや、ユーロ圏ほどには金融システムに問題を抱えていないことも支援材料だろう。2011年夏には米国債の格付けは最上級であるAAAから一段階引き下げられたが、投資不適格級クラスが増えているユーロ圏とは状況は大きく異なっている。

2012年は前半はユーロ圏の財政信用問題、後半は欧米経済の減速が焦点となると考える。いずれにしてもユーロにとっては厳しい年となるだろう。また、円の対ドル相場では日本経済がデフレから脱却できないという円高要因は残るものの、米国経済の「意外に底堅い」状況が続く中で2011年夏辺りにみられたようなユーロとドルが揃って急落する状況となる可能性は低いと考える。ただ、円高圧力はやや弱まるものの、円安が進むキッカケもつかめない状況が続くか。



※【金利・為替見通し】については、別資料「2012年の為替相場展望」(2011年12月28日発行)、「2012年の債券相場展望」(2012年1月4日発行)もご参照ください

## 手数料およびリスクについての重要な注意事項

### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,150円（税込み）の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,150円（税込み）の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,300円（税込み）を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

### <株 式>

株式の売買取引には、約定代金に対し、最大1.2075%（税込み）（手数料金額が2,625円を下回った場合は2,625円（税込み））の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.2075%（税込み）の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

外国株式の売買取引には、約定代金に対し、最大1.3125%（税込み）の売買手数料をいただきます。

※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します（外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません）。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

### <債 券>

債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、元本・利子の支払いの滞りおよび支払い不能が生じるおそれがあります。

### <個人向け国債>

個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます（変動10年：直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.8、固定5年：直前4回分の各利子（税引前）相当額×0.8、固定3年：直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.8）。

- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

### <転換社債型新株予約権付社債（転換社債）>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.05%（税込み）（手数料金額が2,625円を下回った場合は2,625円（税込み））の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

## <投資信託>

投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。

- ・お申込時に直接ご負担いただく費用：お申込手数料（お申込金額に対して最大4.20%（税込み））
- ・保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬（信託財産の純資産総額に対して最大年率2.197%（税込み））
- ・換金時に直接ご負担いただく費用：換金手数料（お申込金額に対して1口当り最大3.0%）  
また、信託財産留保金（換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%）
- ・その他の費用：監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品毎に費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません（外国投資信託の場合も同様です）。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者（或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社）の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合があります。

## <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.2075%（税込み）（手数料金額が2,625円を下回った場合は2,625円（税込み））の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。当該金融商品の取引契約をされる場合、その金融商品の「契約締結前交付書面」（もしくは目論見書）または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

○この資料は岡三証券が信頼できると判断した情報に基づいて作成されたものですがその情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、資料中の記載内容、数値、図表等は、本資料作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本資料に記載されたいかなる内容も将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

○岡三証券およびその関係会社、役職員が、この資料に記載されている証券もしくは金融商品について自己売買または委託売買取引を行う場合があります。

○自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。

## 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第53号  
加入協会：日本証券業協会

（平成22年6月現在）