

最悪期は脱するも、政策効果一巡後に減速懸念

- **日本経済**の実質 GDP 成長率は、09 年度 3.2% (前回予測：4.4%)、10 年度が +1.6% (同 +1.4%) となった。前回予測と比べ、09 年度、10 年度とも上方修正である。背景としては、内外における在庫調整の進展をはじめとして、経済の悪化ペース緩和の動きが確認されていることから、当面の輸出・生産の回復テンポに対する見方を上方修正したこと、経済危機対策の効果を織り込んだことなどである。循環的な在庫調整の一巡や世界的な大規模財政出動の効果などにより、09 年内は比較的速いペースで持ち直していく可能性が高い。ただし、米国の過剰消費という世界経済の牽引役が不在となるなか、新興国がそれにかわって世界経済の回復を牽引するところまでは期待しづらく、金融危機以前の需要水準を回復するには相当の時間を要する可能性が高い。それは日本にとっては大幅な需給ギャップが残存することで、雇用、設備投資の調整圧力が根強く残ることにつながる。こうした点から、在庫調整一巡、財政出動により景気は持ち直しの動きとなるものの、民間需要へのパトタッチには至らず、10 年度、特に年度下期にかけては再び減速に向かう可能性が高いと想定している。予測の前提としては、円相場 1ドル = 95 円、原油価格は 1バレル = 55 ドル、財政政策については、追加の景気対策や消費税率の引き上げは織り込まない、などとした。【日本予測表：5 ページ】
- **米国経済**は、09 年 1-3 月期の実質 GDP が住宅投資や設備投資などの調整が続いたことなどから、前期比年率 6.1% と昨年 10-12 月期並みの大幅なマイナス成長となった。しかし、在庫調整の進展による景況感の持ち直しの動きや、大幅な調整を続けてきた住宅市場に底入れの兆しが広がってきていること、これまでに打ち出された金融・財政政策の効果の顕在化などから、09 年半ば以降はプラス成長に転換していこう。ただ、その後、雇用情勢の改善の遅れや家計のバランスシート調整の長期化などから、景気対策効果が薄れる 10 年後半にかけて、再び減速していくとみている。09 年の実質成長率は 2.7% (前回予測 2.5%)、10 年は +1.9% (同 +1.4%) 程度となると予想した。【米国予測表：8 ページ】
- **欧州経済 (ユーロ圏)**は、09 年 1-3 月期の実質 GDP が前期比 2.5% と前期の同 1.6% からさらに悪化、ユーロ導入以来の最大の落ち込みとなった。世界的な景気後退による輸出の落ち込みや、金融危機の影響も加わって設備投資に調整圧力が強まったことが主因となった。ユーロ圏経済は金融市場の機能低下や需要の急速な落ち込みに対応するための金融政策、財政政策の発動が、加盟各国の財政事情の違いもあって全体として統一が取れておらず、期待される政策効果も限定的であるほか、欧州系金融機関の不良債権問題も燃り続けており、調整が長期化するものとみられる。09 年の実質成長率は 4.3% (前回予測 2.9%)、10 年は 0.1% (同 +0.6%) と予想した。【欧州予測表：10 ページ】
- **中国経済**は、09 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比で +6.1% と鈍化していたものの、中国政府が、08 年 11 月以降、積極的な財政出動、適度の金融緩和策、産業の振興策などを打ち出し、内需拡大を図ったことが奏効し、前期比年率では 08 年 10-12 月期を底に反転しており、すでに景気は持ち直しの動きにある。特に金融面で予想以上の流動性資金の供給・追加対策 (家電・自動車の買換え促進の新政策) 実施などに加えて、不動産市場に改善の動きがみられ、今回、09 年の実質成長率を +7.5% (前回予測 +7.0%)、10 年を +8.0% (同 +7.7%) に上方修正した。【中国予測表：12 ページ】
- **為替相場**は、今後のドル円相場については、ポジションの傾きの修正による相場変動リスクの相対的縮小とレバレッジの低下により、以前ほど大きな変動とはなりにくく、レンジ内での推移を想定する。ファンダメンタルズ面では、米国経済は政策効果を見極める段階にさえ到達していないことに留意したい。他方、ここからは通貨ユーロのリスクを警戒する。景気悪化の下で政治未統合の EU のアキレス腱が露呈してきたからに他ならない。ドル円は 93~108 円、ユーロドルは 0.90~1.42 ドルのレンジを想定。長期的には 1ユーロ = 1ドル = 100 円が居心地の良いところとみている。

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。

最悪期は脱したが、本格回復までの道程は遠い

1-3 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 4 月 9 日）。その結果、実質 GDP 成長率は 09 年度 3.2%（前回予測：同 4.4%）、10 年度 +1.6%（同 +1.4%）となった。前回予測に比べると、09 年度、10 年度とも上方修正である。上方修正の主な背景は、4 月予測時点に続き、内外における在庫調整の進展をはじめとして、経済の悪化ペース緩和の動きが確認されていることから、当面の輸出・生産の回復テンポに対する見方を上方修正したこと、経済危機対策の効果を織り込んだこと（09 年度 +1.0%p 程度、10 年度 +0.3%p 程度の押し上げ効果を想定）などである。ただし、危機対策の効果について期間ごとに見ると、年度後半を中心に、09 年度の成長率を押し上げる一方、それ以降については、対策効果の一巡から、前期比ベースで見れば、成長率を押し下げるものと想定している。なお、年度の成長率で見れば、09 年度に大幅なマイナス成長となった後、10 年度にプラス成長に回帰する姿となっているが、この点は各年度に対するゲタの影響が大きい点に注意が必要である（09 年度に対するゲタは 4.9%、10 年度は予測に基づく +1.6%）。ゲタの影響を除いた年度内成長率では、09 年度 +1.7%、10 年度は横這いとなり、実態としてはむしろ 09 年度に持ち直しの動きを示した後、10 年度については、民間需要の回復が遅れるなか、在庫調整一巡後の反動の動きや政策効果が次第に剥落していくことで、ほぼゼロ成長という姿を想定している。

1-3 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 15.2%と、4 期連続かつ戦後最大のマイナス成長を更新した。需要項目ごとの内訳をみると、輸出の大幅な減少が続くとともに、個人消費や設備投資などの減少幅が一段と拡大している、在庫の増加テンポが抑制され、成長率に対して下押しの要因となっているなどとなっている。日本経済の牽引役である輸出の減少が、雇用・設備投資の調整に波及したことで、内需の一段の悪化につながっており、この点は日本経済の外需依存の高さを改めて確認するものといえる。他方、在庫調整の進展は、需要の一段の下振れが回避されるのであれば、今後の生産回復につながるものと評価される。その需要の鍵を握る輸出についても、大幅な減少が続いているものの、月次統計でより限界的な動きをみると、3 月にかけては下げ止まりないし改善の動きが確認されるようになってきている。

足元では、内外の在庫調整の進展により、生産の悪化に歯止めが掛かり、持ち直しの動きに転じる可能性が高まっている。国内の在庫調整による下振れ圧力が低下しただけでなく、海外の在庫調整の進展により、輸出の持ち直しも期待される状況となってきたことから、これまでの調整が急速であったこともあり、当面は輸出を牽引役に、生産の増加傾向が続く可能性が高いと考えている。

また、経済成長の回復に向けて内外で打ち出された財政出動も、経済の下支えに寄与しよう。日本では昨年末にかけて打ち出された一連の対策（3 度の対策で財政措置 12 兆円）に続き、4 月に追加景気対策が打ち出された（経済危機対策、財政措置 15.4 兆円）。昨年末までの対策は、中小企業の資金繰り支援や失業者に対する支援が中心であるなど、セーフティーネット的な色彩が強いものであったが、今回



の対策では雇用対策、金融対策に加えて、インフラ整備や太陽光発電、エコカー、エコ家電の普及促進策など需要創出・喚起策も拡充されている。内需の活性化や過度の外需依存の是正など、中長期的な経済構造の転換に資するかどうかといった観点からの問題はあるものの、過去最大規模の対策であり、民間需要が減退している状況であるだけに経済の下支えとしての意義は小さくない。また、IMFによると、国によって取り組みに濃淡はあるものの、G20 参加国の裁量的財政支出の規模は09年にGDP比2%、10年に1.5%に達するなど、世界的に財政出動が積極化していることも、輸出の増加に寄与するとみられる。上記の内外における在庫調整の進展に加えて、こうした財政出動の効果が加わることで、当面の日本経済は潜在成長率を上回る比較的速いペースで持ち直しの動きが進んでいく可能性が高いと考えている。

以上のような、循環的な在庫調整の一巡、世界的な大規模財政出動の効果などにより、09年内は比較的速いペースで持ち直していく可能性が高いと判断している。ただし、こうした回復が民需主導の持続的な回復につながる姿までは展望しづらい。各国政府・中央銀行の対策により、金融市場における一時のパニック的な緊張は緩和されてきたものの、金融と実体経済の悪循環から脱却するメドはたっていない。これまでの過度の信用の膨張からのデレバレッジは途上の段階にあり、米国の過剰消費や海外からのリスクマネーによる投資の活発化で高成長を達成してきた新興国にとっては回復に向けての重石となろう。米国の過剰消費という世界経済の牽引役が不在となるなかにあっては、新興国がそれにかわって世界経済の回復を牽引するところまでは期待しづらく、金融危機以前の需要水準を回復するには相当の時間を要する可能性が高い。それは日本にとっては大幅な需給ギャップが残存することで、雇用、設備投資の調整圧力が根強く残ることにつながる。こうした点から、在庫調整一巡、財政出動により景気は持ち直しの動きとなるものの、民間需要へのバトンタッチには至らず、10年度、特に年度下期にかけては再び減速に向かう可能性が高いと想定している。仮にこうしたシナリオが実現した場合は、内外で追加景気対策の議論が浮上する可能性も考えられるが、その場合、財政リスクプレミアムの高まりによる長期金利の上昇リスクなどにも注意が必要であろう。

上記のように、10年度にかけての日本経済は、短期的には過度な調整からの持ち直しが予想されるものの、本格回復には至らず、金融危機以前の需要水準を回復することは難しいとみられる。この間期待されることは、企業サイドでは、幸い交易条件の悪化にも歯止めが掛かっていることもあり、将来の回復に備えて、短期的には痛みを伴いつつも、需要減少に対応したコスト構造の改革や人的資本への投資、新興国への需要シフトへの対応など、一段の収益体質の強化に向けた事業構造の見直しなどを進めていくことであり、政府サイドでは、世界的にみられる環境、新エネルギー分野への投資のように、将来の成長分野の育成や生産性向上に資するような成長戦略が打ち出されることである。

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、信用収縮の動向やこれまでに打ち出されてきた政策の効果・副作用など、今後の見直しにはなお不確実な部分

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。

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。足元、米国経済は循環的な面では最悪期を脱した（ないし近く脱する）可能性が高く、金融危機の発端となった住宅市場も底入れを模索する段階にきている。金融市場についても、リーマン・ブラザーズ破綻以降のパニック的な緊張は政府・FRBの政策によって落ち着きを示し始めている。しかし、金融と実体経済の悪循環が断ち切れたわけではなく、今後も景気悪化や資産価格下落に伴う不良債権や処分損の増大が予想されることに加えて、景気悪化により信用リスクが高い状態であることも変わりないため、想定以上に信用収縮が経済回復の重石となるリスク（家計の債務返済・消費抑制姿勢の強まりなど）や米大手自動車メーカー再建の行方など何らかのきっかけで再び金融市場が不安定化するリスクには引き続き注意が必要と考えている。また、新興国向けのエクスポージャーが大きい欧州系金融機関におけるデレバレッジの影響が、欧州経済のみならず、新興国の成長を下振れさせるリスクにも注意が必要である。さらに、こうしたリスクが顕在化することで、世界経済の悪化が一段と深刻化したり、回復が後ずれしたりする場合には、企業の中長期的な期待成長率に変化が生じ、設備や雇用の調整圧力が想定しているよりも強まる可能性や雇用不安の高まりに伴い、個人消費が想定よりも下振れる可能性にも注意が必要と考えている。

他方、こうした危機的な状況に対応して、世界的に財政、金融政策を総動員させており、何らかのきっかけで、想定以上に順調に回復に向かう可能性も考えられる。鍵を握るのは米国であるが、2~3月にかけて打ち出された一連の対策（景気対策、金融安定化策、住宅差し押さえ対策）およびFRBの信用緩和政策が一体となって想定以上の効果をもたらした場合には、もともと人口の増加など底堅い実需が見込まれるだけに、これまでの金融緩和の効果が発揮され、想定以上のペースで回復に向かう可能性も考えられる。ただし、この点はあくまで過度な調整後の復元という点に期待を持っているということであり、過剰消費による輸入の拡大が新興国の成長に寄与する一方、資金が米国に還流することで長期金利の上昇が抑制されるとともに、資産価格の上昇が促され、さらにリスクマネーが新興国に供給されるといった、従来の世界経済の拡大メカニズムがいったん頓挫したうえに、それにかわる危機後の成長の牽引役も見当たらない以上、金融危機発生以前のような世界経済の高成長かつ物価安定といった理想的な環境が再び到来するとまでは展望しづらい。

上記のように、財政、金融政策の総動員によって経済の下支えや改善につながることを期待される一方で、その副作用、とりわけ、過去最悪の財政状況にあり、大量の流動性供給も行っている米国のファイナンスが円滑に進むかどうか、ドルや長期金利により大きな変動をもたらされないかどうかなどという点についても、注意が必要と考えている。また、財政制約により、一段の対策が必要となった場合に効果的な措置が打ち出せるのか、打ち出した場合でも一段の財政悪化懸念が長期金利に影響を及ぼさないか、正常化が視野に入った場合に、出口政策が遅滞や混乱無く行われるのか、逆に正常化を急ぎすぎることはないかという点も懸念が残る。他方、現状は大量の流動性供給を行っても、金融システムの外に資金が行き渡りづらい状況であるが、そうした金融環境や投資家のリスク許容度が改善した場合、資産インフレを招来しないかどうかという点にも注目しておきたい。仮に株価が上昇した場合、米国の消費の中核を占める高所得層の消費意欲が刺激される可能性も考えられる。一方、昨年半ばまでのように、資金の行き先が商品市場となった場合は資源輸入国にネガティブな影響を及ぼしかねないなどとい

た点も考えられる。

以上のように、現状、世界経済の悪化に歯止めが掛かりつつ状況であるが、不良債権問題や信用収縮の収束にはなお時間を要する可能性が高い一方、各国の景気対策、金融安定化策なども強化され、それゆえに財政状況の悪化や中央銀行のバランスシート拡大などがもたらす副作用も懸念されるなど、今後の見通しにはなお不確実な部分が多い。引き続き、下振れリスクのみならず、上振れリスクの可能性についても注意が必要と考えている。また、現時点では具体的な影響を考慮していないが、新型インフルエンザの今後の流行の状況によっては、経済活動が停滞する可能性も否定はできない。

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 = 95円、原油入着価格は1バレル = 55ドル、財政政策は、足元までに打ち出された対策からの追加策や消費税率の引き上げは現時点では予測に織り込んでいない、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。

日本 GDP 予測表

	2008年度				2009年度				2010年度				(前期比:%)		
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)
名目GDP	2.1	1.5	1.6	2.9	0.5	0.4	1.2	0.8	0.1	0.1	0.0	0.1	3.7	2.6	1.0
実質GDP	0.9	0.6	3.8	4.0	0.4	1.0	1.2	0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	3.5	3.2	1.6
(前期比年率)	3.5	2.5	14.4	15.2	1.8	4.1	5.0	2.6	0.9	0.4	0.2	0.2			
*国内需要	1.4	0.6	0.6	2.6	1.1	0.3	0.6	0.4	0.1	0.0	0.1	0.0	2.2	3.1	0.6
*民間需要	1.3	0.6	0.8	2.7	1.3	0.7	0.1	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	2.1	4.2	0.3
民間最終消費支出	1.0	0.1	0.8	1.1	0.8	0.4	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5
民間住宅	2.0	3.1	5.5	5.4	4.5	2.0	1.2	0.9	0.5	0.4	0.3	0.2	3.0	5.9	1.9
民間企業設備	2.9	4.4	6.7	10.4	8.0	3.0	1.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	10.3	21.4	0.6
*民間在庫品増加	0.2	0.0	0.5	0.3	0.6	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.1	0.6	0.0
*公的需要	0.2	0.0	0.3	0.1	0.2	0.4	0.7	0.3	0.0	0.2	0.3	0.1	0.1	1.1	0.3
政府最終消費支出	0.8	0.2	1.6	0.3	0.4	0.4	0.8	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	2.4	1.9
公的固定資本形成	0.8	1.0	0.1	0.0	4.0	7.5	13.0	4.0	1.0	4.5	7.0	4.5	4.5	20.7	1.4
*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	0.5	0.1	3.2	1.4	1.5	1.3	0.7	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	1.2	0.1	1.0
財貨・サービスの輸出	0.8	1.0	14.7	26.0	6.5	9.5	6.0	2.5	1.0	0.6	0.2	0.4	10.2	13.7	8.6
財貨・サービスの輸入	4.2	1.5	3.1	15.0	7.5	2.0	1.5	0.8	0.5	0.3	0.2	0.0	3.5	17.2	1.6
GDPデフレーター	1.5	1.5	0.7	1.1	1.9	1.8	0.3	1.6	0.8	0.3	0.4	0.7	0.3	0.6	0.6

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

	2008年度				2009年度				2010年度				(前年同期比:%)		
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)
鉱工業生産	0.8	1.4	14.5	34.6	29.3	22.2	8.2	25.7	19.0	9.9	5.8	2.2	12.7	11.7	8.9
国内企業物価	4.9	7.3	2.6	1.8	5.9	8.9	5.4	2.2	0.3	0.1	0.3	0.6	3.2	5.7	0.3
消費者物価(生鮮食品除く)	1.5	2.3	1.0	0.1	0.8	2.2	1.5	1.0	1.0	0.8	0.6	0.4	1.2	1.4	0.7
完全失業率(%)	4.0	4.0	4.0	4.5	5.1	5.5	5.7	5.9	5.9	5.8	5.8	5.8	4.1	5.5	5.8
名目雇用者報酬	0.6	0.0	0.7	2.2	3.5	3.8	4.0	3.2	1.8	1.4	0.7	0.3	0.5	3.7	1.0
新設住宅着工戸数(万戸)	112.0	110.2	101.0	90.4	90.0	90.8	92.4	93.9	94.0	94.4	95.0	95.9	103.9	91.7	94.8
経常収支(兆円)	3.8	4.2	1.8	2.4	1.0	2.9	3.7	5.0	2.7	3.5	4.0	5.5	12.2	12.6	15.7
政策金利(無担保コール0/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	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.30	1.30			

注:長期金利は新築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。

米国経済

景気対策効果や循環的な回復が顕在化するも、民需の回復が遅れ 10 年後半には減速へ

米国景気は、昨年秋のリーマン・ショックによる世界的な金融危機をきっかけに住宅市場の調整が深まったことをはじめ、消費、設備投資にも急ブレーキがかかり、加えて海外景気の急減速で輸出も失速するなど、内需、外需が総崩れする格好となった。先般発表された 09 年 1-3 月期の実質 GDP（速報値）は、前期比年率 6.1%と第 2 次石油危機以来 27 年ぶりとなる大幅なマイナス成長（同 6.3%）となった前期並みの落ち込みとなり、3 四半期連続のマイナス成長となった。内容をみると、個人消費が 3 四半期ぶりにプラスに転じたものの、民間設備投資の調整の本格化が認められるなど厳しい内容となったが、当期は特に在庫調整の進展によって民間在庫の削減が大幅なものとなったことも、成長率を押し下げている。実際、民間在庫の成長率寄与度は前期の 0.1%p から当期は 2.8%p と GDP 全体の成長の足を引っ張った。このため、GDP 全体から在庫変動分を除いた最終需要でみると、前期の同 6.2% から同 3.4%へとマイナス幅を縮小させており、景気の後退ペースはやや鈍化していることが注目される。

こうした動きを踏まえた上で、今回の予測では、在庫調整の進展を背景に企業景況感の底入れの動きが続いており、夏場にかけて循環的な回復が顕在化してくる、中古住宅販売の悪化に歯止めがかかってきたほか、新築住宅の在庫削減も進むなど、住宅部門の調整に進展がみられることから、前回の予測では来年半ば頃と想定していた住宅投資の回復時期を今年第 4 四半期へと繰り上げる、これまでの過剰消費によって膨らんだ家計のバランスシート調整は継続する一方で、物価の安定や税額控除、政府からの移転所得などに支えられて実質可処分所得は比較的安定した推移が見込まれ、個人消費は底割れすることなく緩やかな回復を続けるなどを基本シナリオとした。また、金融当局の信用緩和にまで踏み込んだ金融緩和策実施や、オバマ新政権のもとで成立した大型景気対策、金融安定化策や総合的な住宅対策などにも進展がみられることなど、政策による景気の下支えも期待されることから、09 年第 4 四半期から 10 年第 1 四半期にかけて米国景気は持ち直しの動きとなると予想した。

ただし、失業率の上昇に歯止めがかからないなど雇用面を中心になお厳しい局面が続いていること、金融機関の不良資産の切り離しがこれからようやく始まる段階であること、また景気後退の影響から商業用不動産や個人ローンなどの不良債権の増加もあって金融問題の解決にはなお時間を要するとみられることなどから、民需へのバトンタッチは難しく、景気対策の効果が薄れる 10 年後半にかけては再び景気が減速するなか、デフレ懸念が頭をもたげてくるとの前回からの予測を継続した。この場合、再度需要を支えるために、追加対策の議論が浮上してくることも想定されるが、財政赤字の急拡大が債券市場で問題視されているほか、11 年以降からとする中間所得者層への減税など本格的な税制改革実施目標を掲げたオバマ政権が取り得る手段は限られていると判断し、今回の予測には追加対策は前提に含めなかった。

以上から、通年の実質 GDP 成長率は、09 年が 2.7%（前回予測 2.5%）、10 年は +1.9%（同 +1.4%）程度となると予想した。

ゼロ金利と信用緩和政策を長期化

FRB は昨年 12 月の FOMC で政策金利の誘導目標を 0.0~0.25%へ引き下げ、事実上ゼロ金利政策に踏み出す一方、RMBS などの買取り増額や国債の買取りの検討を発表、「信用緩和」による証券化市場の機能回復と住宅ローン金利など長期金利の上昇抑制を図る姿勢を明らかにした。実際、今年 3 月の FOMC では、「経済状況が一定期間 (for an extended period) 政策金利の例外的な低水準を正当化するとみている」として、現行のゼロ金利政策の長期化を示唆したほか、今年 9 月までの半年間で最大 3,000 億ドル規模の国債買取りを決定、また年末までに RMBS を最大 1 兆 2,500 億ドル、政府機関債を最大 2,000 億ドルまでとする買取り枠の拡大を決定するなど、経済・物価情勢や金融市場動向を睨みながら、適切な政策対応を続けていく姿勢を示した。こうしたことから、金融市場の機能不全によって景気対策の効果が削がれないようにするため、金融当局は現行のゼロ金利と FRB の資産面のバランスシートを用いた信用緩和をセットにした政策を、10 年にかけても継続すると予想した。

なお、本予測全体のサブシナリオについて、まずダウンサイドリスクとしては、大型景気対策や追加的な金融安定化策の実施により、金融市場で財政赤字の急激な拡大が強く懸念され、政策対応にもかかわらず、長期金利の上昇に歯止めがかからないとともに、ドルへの信認が薄れ、ドル安が進行するケースを想定している。この場合、景気対策の効果が削られるほか、民間需要の下ぶれ懸念が強まる恐れが出てくる。

一方、アップサイドリスクとしては、2 つを想定した。第一に、大恐慌時、財政再建を急いでかえって再度景気後退を招いた苦い経験を踏まえて、追加景気対策が打ち出されるケースである。この場合、景気対策の効果は継続し、本格的な回復は難しいとしても景気の再減速は回避され、回復の動きが持続するケースである。第二には、今回、大手金融機関 19 行の資産査定結果が公表され、実施も間近となった不良資産の官民共同投資プログラムなど一連の政策対応が奏功し、不良資産の処理がスムーズに進むケースである。これにより金融機関のバランスシートの正常化とともに、インターバンク市場でのリスク回避の動きの緩和、さらに住宅ローンの条件変更、価格が付かなかった証券化商品の価格形成などに展望が開けてくる可能性があることが指摘される。さらに、今回対象の拡充などが発表された TALF を通じて証券化市場の流動性が回復し、家計や企業の資金調達にも効果が現れてくることも加わるならば、住宅価格や住宅ローン金利の低下を背景に、潜在的な住宅購買需要が一気に顕在化することも考えられよう。この場合、景気後退からの脱却は従来の回復パターンに近い鋭角的なものになると考えられ、金融政策の正常化への動きが早まろう。

米国 GDP予測表

名目	2008年				2009年				2010年				2008年 (実)	2009年 (予)	2010年 (予)
	1-3月 (実)	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)			
名目GDP	3.5	4.1	3.4	5.8	3.5	0.5	2.0	4.3	3.6	2.8	2.2	1.1	3.3	0.7	2.9
実質GDP	0.9	2.8	0.5	6.3	6.1	0.9	0.6	3.3	2.7	1.9	1.3	0.3	1.1	2.7	1.9
(前年同期比)	(2.5)	(2.1)	(0.7)	(0.8)	(2.6)	(3.5)	(3.2)	(0.8)	(1.4)	(2.2)	(2.3)	(1.6)			
*在庫増減	0.0	1.5	0.8	0.1	2.8	0.7	0.9	1.1	0.7	0.5	0.2	0.2	0.3	0.3	0.6
*国内最終需要	0.1	1.4	2.4	6.1	5.4	1.4	0.1	2.4	2.1	1.6	1.2	0.3	0.0	3.0	1.3
個人消費	0.9	1.2	3.8	4.3	2.2	0.6	0.5	0.2	0.4	0.5	0.6	0.6	0.2	0.7	0.3
設備投資	2.4	2.5	1.7	21.7	37.9	19.0	12.0	8.0	0.5	0.3	0.2	0.5	1.6	20.2	4.3
住宅投資	25.1	13.3	16.0	22.8	38.0	17.5	5.0	5.0	12.0	15.0	13.5	11.5	20.8	21.3	7.0
*純輸出	0.8	2.9	1.1	0.2	2.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	1.4	0.6	0.1
輸出	5.1	12.3	3.0	23.6	30.0	3.5	1.0	7.0	5.5	2.5	2.0	0.5	6.2	12.2	3.3
輸入	0.8	7.3	3.5	17.5	34.1	1.5	1.5	6.5	5.0	3.0	2.0	1.0	3.5	13.6	3.3
政府支出	1.9	3.9	5.8	1.3	3.9	4.5	9.0	16.5	8.0	4.5	2.5	2.0	2.9	3.1	7.4
GDPデフレーター	2.6	1.3	3.9	0.6	2.9	1.4	1.4	1.0	0.9	0.9	0.9	0.8	2.2	1.9	1.0
PCEデフレーター	3.5	3.7	4.3	1.9	0.8	0.0	1.0	0.3	0.7	0.5	0.3	0.3	3.3	0.0	0.4
" (エネルギー、食品除くコア)	2.2	2.3	2.3	1.9	1.7	1.6	1.3	1.2	0.9	0.6	0.4	0.3	2.2	1.4	0.6
鉱工業生産	1.4	0.4	3.2	6.7	11.8	11.2	8.5	4.0	2.5	3.6	2.9	1.2	2.2	8.9	2.5
失業率	4.9	5.4	6.0	6.9	8.1	9.2	9.5	9.7	9.8	9.8	9.9	10.0	5.8	9.1	9.9
FF金利誘導水準 (%)	2.25	2.00	2.00	0.00 - 1.00	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	---	---	---
長期金利 (10年国債利回り、%)	3.66	3.89	3.86	3.25	2.73	3.10	3.15	3.25	3.25	3.20	3.10	2.90	---	---	---

注: GDP項目は前年同期比(%), *の項目は寄与度、鉱工業生産、PCEデフレーターは前年同期比(%), 失業率は期中平均(%), 長期金利の実績値は期中平均、予測はレンジの中央値
出所: 各種資料より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。

欧州経済

金融、財政政策の遅れなどから回復の動きは鈍いものに

通貨ユーロ参加 16 カ国の 09 年 1-3 月期の実質 GDP（速報値）は前期比 2.5%と前期の同 1.6%からさらに悪化、通貨ユーロ導入来の最大の落ち込みとなった。主要国についてみると、ドイツが同 3.8%、フランスが同 1.2%、イタリアが同 2.4%、スペインが同 1.8%とすべてが大幅なマイナスを記録した。ドイツとイタリアについては、世界的な景気後退を背景に輸出の落ち込みが急速な在庫調整に結びつき、さらに金融危機の影響で資金面からもブレーキがかかった設備投資に調整圧力が強まったことが記録的なマイナス成長の主因と考えられる。また、スペインでは住宅建設ブーム反転の影響が固定投資、個人消費などに色濃く現れた模様である。

ユーロ圏の今年春先以降の景気指標をみると、在庫調整の進展を背景に企業景況感が底入れの動きを示すなど、日米など他の工業国と同様に循環的な回復に向けた動きが水面下で広がりはじめていることが窺える。ただし、ユーロ圏の場合、回復過程の入り口にたどり着くのが日米に比べ遅れ、その分、調整が長期化するものとみられる。具体的には、金融市場の機能低下や需要の急速な落ち込みに対応するための金融政策、財政政策の発動が、加盟各国の財政事情の違いもあって全体として統一が取れておらず、期待される政策効果も限定的であるとみられるためである。また、循環的な回復への期待を示す企業景況感に対して、家計の消費マインドは下げ止まりつつあるものの、なお悪化が続いている雇用所得環境を背景に慎重姿勢を崩しておらず、消費の回復力は限定的とみられる。

金融問題についてみると、欧州系金融機関は、中東欧をはじめとした新興国に対するエクスポージャーが他の主要国の金融機関に比べ高い状況にある。このため、IMF の緊急融資や EU による支援により現時点では落ち着きを取り戻してきたいくつかの中東欧諸国で、再び金融・通貨危機が再燃した場合、その影響が当該国だけでなく、欧州金融市場、ひいてはユーロ圏経済にまで下押し圧力として波及する可能性もリスク要因として看過できない。

以上から、ユーロ圏経済の回復シナリオを展望すれば、起点となる輸出の持ち直し、具体的には米国経済の立ち直りが必要であり、また金融市場の正常化が進むことも合わせて求められよう。こうした点に着目するなら、米国が 09 年半ばから 10 年前半にかけて景気対策効果や循環的な回復を背景にプラス成長に転じてくるのを受けて、ユーロ圏もややタイムラグを挟みながら、秋口から 10 年前半にかけて外需を中心に回復の動きが広がってくると予想される。しかし、その動きが一巡してくる 10 年後半には、ユーロ圏は内需の支えも乏しいなか、再び減速に陥ることになる。09 年の実質成長率は 4.3%（前回予測 2.9%）、10 年 0.1%（同 +0.6%）程度と 2 年連続のマイナス成長を予想する。

政策金利を据え置き、非標準的政策の拡充を図る

ECB（欧州中央銀行）は 5 月の定例理事会において、政策金利を 1.00%にまで引き下げたほか、「非標準的政策」として金融機関への無制限レポの期限延長（期限 1 年を追加）などに加えて、600 億ドル規模のユーロ圏内発行のユーロ建てカバードボンド（住宅ローンや公共部門向け貸付などを担保として金融機関が発行する債券）の買入れ計画を明らかにするなど、信用緩和的な政策にも踏み込む決定を全会一致で行なった。

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。

ECB の今後の政策対応については、5月の会合でも表向きはユーロ圏景気についてはリスクバランスを中立としているものの、09年～10年の景気見通しを下方修正するなど下振れリスクを重視する姿勢を滲ませていること、物価動向も「2%を下回る、ないしはその近辺」という中期的な目標圏内で推移する（09年半ばには前年割れまで低下してしばらくマイナスが続いた後、上昇に転じる見通し）としてリスクバランスは中立判断を維持していること、資金フローについては、貸出抑制の動きは一服したものの、民間部門への貸出残高の減少が続いていることや、銀行を中心としたデレバレッジの動きが継続していることを金融当局が注視していることなどから、当面は政策金利の水準は現状の1.0%を維持したまま、非標準的政策の拡充を検討していくとみられる。

ユーロ圏 GDP予測表

(%)

	2008年				2009年	2009年		2010年		08年	09年	10年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月			
	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)			
実質GDP	0.7	0.3	0.3	1.6	2.5	3.6	0.2	0.1	0.2	0.7	4.3	0.1
(年率)	2.7	1.0	1.0	6.3	9.7	7.2	0.4	0.2	0.4			
(前年比)	2.1	1.4	0.6	1.5	4.6	4.8	3.8	0.1	0.1			
*在庫	0.2	0.1	0.4	0.4	---	0.4	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0
個人消費	0.0	0.3	0.1	0.3	---	0.0	0.2	0.3	0.1	0.3	0.3	0.4
固定投資	1.0	1.3	0.7	4.0	---	10.3	2.5	1.0	0.6	0.2	13.0	2.6
政府支出	0.4	0.9	0.6	0.4	---	1.0	2.3	1.4	0.3	2.0	2.8	2.4
*純輸出	0.2	0.1	0.6	1.0	---	1.2	0.2	0.1	0.1	0.0	1.6	0.2
輸出	1.5	0.2	0.2	6.8	---	13.2	3.8	1.0	0.8	1.1	16.4	0.6
輸入	1.1	0.5	1.2	4.7	---	10.8	4.3	0.8	0.6	1.2	13.3	1.1
消費者物価	3.4	3.6	3.8	2.3	1.0	0.6	0.1	1.0	0.7	3.3	0.4	0.9
コア	1.8	1.7	1.8	1.9	1.6	1.6	1.5	1.4	0.8	1.8	1.6	1.1
政策金利	4.00	4.00	4.25	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	---	---	---
長期金利	3.94	4.26	4.28	3.51	3.10	3.20	3.25	3.20	3.10	---	---	---

注: 実質GDPは前期比、予測は半期ベース、*印は寄与度。消費者物価は前年同期比。

長期金利は独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: Eurostat, ECFN資料を基にSRI作成

中国経済

積極的な財政出動、適度の金融緩和策などで 08 年 10-12 月期を底に景気は持ち直しの動き

中国の 09 年 1-3 月期の実質 GDP 成長率は、前年同期比で +6.1%と鈍化していたものの、前期比年率では SRI (新光総合研究所) 試算で +6.5% (SRI 試算で前期比 +1.6%、なお人民銀行の易綱副総裁は同 +1.8%と底打ちを表明) と 08 年 10-12 月期 (SRI 試算で前期比 +0.4%) を底に反転しており、すでに景気は持ち直しの動きにある。これは、中国政府が、08 年 11 月以降、積極的な財政出動、適度の金融緩和策、産業の振興策などを打ち出し、内需拡大を図ったことが奏効しているためである。

外需低迷も予想以上の流動性供給、追加対策も期待、不動産も改善兆しで下期 8%超成長に

09~10 年の中国経済を展望すると、外需の面では、過去 10 年間、中国の輸出伸び率は、OECD 景気先行指数にほぼ連動、08 年 10-12 月期以降急激な減速し、足元 2 ケタのマイナス成長と厳しい状況が続いているが、下半期以降緩やかに減少幅が縮小し、10 年に入り、低空飛行ながらもプラス圏に転じると予想される。一方、内需の面では、08 年 11 月の大型景気対策 4 兆元 (インフラ投資を中心に経済効果は年間 +1.5% ~ +2.0% 程度の GDP 押し上げ) の公表以降、09 年に入り、消費奨励策、産業振興策など切れ目のない景気浮揚策が打ち出され、その経済効果は 09 年下半期以降に本格的に顕在化しよう。

新光総合研究所では、09 年 3 月 31 日に中国の実質 GDP 成長率の予測を、中国の輸出が予想以上に厳しく、短期的には景気の下押し圧力が強いなどを背景に、09 年予測で前年比 +7.0% (09 年 2 月 18 日時点予測: +8.0%)、10 年予測で同 +7.7% (同: +8.4%) と下方修正した。しかし、4 月以降公表された経済指標の中で、特に金融面で予想以上の流動性資金の供給 (09 年 1-3 月の新規貸出増加額の進捗状況: 政府の 09 年年間目標の 93%) 及び引続き適度な金融緩和策を実施するとの人民銀行総裁の発言、温家宝首相による景気情勢に応じた追加対策実施 (家電・自動車の買換え向け補助金に関する新政策が 5 月 19 日公表) などを受けて、今回、09 年予測で前年比 +7.5%、10 年予測で同 +8.0% に上方修正した。

名目 GDP の 3 割強を占める輸出の中国経済に与える影響は大きく、特に鋳工業生産 (付加価値ベース) の動向をみると、08 年末~09 年初には同 +5% 台にまで大幅に減速した。地域別にみると、沿海部の重要な輸出基地である長江デルタ地域 (特に上海市、浙江省)、珠江デルタ地域 (広東省)、福建省が 09 年 1-4 月累計ベースで、中国全体 (前年同期比 +5.5%) を大幅に下回り、全体を押し下げている。なお、09 年 4 月単月には、前年同月比 +7.3% で、対 3 月 (+8.3%) 比 1.0p とやや減速したものの、緩やかに持ち直しの動きがみられる。

一方、政治社会の安定、景気の回復に重要な雇用面では、新規就業増加者数で 08 年 12 月 (+38 万人) を底に、09 年 2 月 (+93 万人) には小幅ながら純増、3 月に +106 万人と改善し、09 年 1-3 月期は年間目標 (+900 万人: 都市部) の 29% と着実に進捗しているようだ。しかし、労働市場の需給状況 (都市労働市場の 09 年 1-3 月期の需給比率: 0.85 倍、08 年 7-9 月期: 0.97 倍) をみると、依然厳しい状況に変化はなく、加えて、農民工 (出稼ぎ労働者) の 2,000 万人を超える失業を勘案すると、郷鎮企業 (約 2,300 万社) の経営改善と雇用者吸収も重要な課題となろう。

このように、足元の中国景気情勢は、国家統計局総経済師 (チーフエコノミストに相当) 姚景源氏の発言「異常に複雑で、依然困難な時期にある。しかし、中国は経済発展の有利な条件と積極的な要素を

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。

有しており、中央政府の景気刺激策各措置が確実に講じられ、経済効果が顕在化し、消費者・企業のマインドが改善することが重要である」とおり、現在、重要な分岐点にある。この点では、中国の景気回復・拡大を確実にする上で、積極的な財政出動とプロジェクト実施のスピード、適度な金融緩和策は大変に重要である。

一方で、固定資産投資の約2割を占める不動産開発投資の回復も重要なポイントとなろう。不動産は鋼材の主要な需要先で産業振興だけでなく、不動産購入は消費への波及効果も大きく、加えて、中央・地方政府の財政収入増に貢献する。不動産開発投資は08年前半まで2ケタの伸びであったが、下期以降急激に減速し、09年1-4月累計で前年同期比+4.9%と低調に推移している。

もっとも、ここ最近では改善の兆しがみえてきている。住宅販売面積が09年1-4月累計で前年同期比+18.6%と改善の動きを示し、中古住宅価格も足元、前年同月比で下げ止まり、前月比で3~4月と2ヵ月連続の上昇と。過剰流動性の継続期待、10年5月開催予定の上海万博の効果などによるミニバブルへの動きとも想定され、中国は米国と異なり、消費者の高い貯蓄率・良好なバランスシートや金融機関の健全性、加えて根強い住宅取得の実需を勘案すると、不動産の回復も中国景気の押し上げ役として浮上する可能性を秘めており、今後の動向が注目される。

[中国経済の予測総括表]

(年)	実質GDP 成長率	消費財小売 総額(実質)	固定資産投 資(実質)	輸 出 (名目)	輸 入 (名目)	貿易収支 (億ドル)	消費者 物価	人民元為替 レート(対ドル)	鉱工業生産 (付加価値)
06	11.6	12.7	22.4	27.2	19.9	1,775	1.5	7.972	16.6
07	13.0	13.0	20.9	25.7	20.8	2,622	4.8	7.604	18.5
08	9.0	15.7	16.6	17.2	18.5	2,940	5.9	6.948	12.9
09 SRI予想	7.5	14.5	20.8	12.5	17.5	3,215	1.0	6.820	7.7
10 SRI予想	8.0	14.5	18.0	6.5	7.5	3,310	1.0	6.700	9.0

注：前年比、実質伸び率は、消費財小売が同物価指数で、固定資産投資が同価格指数で試算

月次・四半期別に公表される主な経済指標項目を基に数字表示

出所：中国国家统计局資料、中国海関総署資料、CEIC Dataを基にSRI作成、予想はSRI予想

[中国の需要項目別実質GDP成長率の予測総括表]

年	四半期	実質GDP	最終消費支出	総資本形成	* 純輸出	総固定資本形成	* 在庫
09 SRI予想	Q1(実績)	6.1	8.5	5.3	0.2	8.7	1.3
	Q2	6.8	7.8	7.2	0.1	9.4	0.7
	Q3	7.8	7.8	9.6	0.1	10.0	0.2
	Q4	9.1	7.8	12.0	0.1	12.0	0.0
10 SRI予想	Q1	9.2	8.0	12.6	0.1	12.3	0.1
	Q2	7.9	8.3	9.2	0.1	9.0	0.1
	Q3	7.6	8.0	8.6	0.0	8.6	0.0
	Q4	7.5	7.9	8.6	0.0	8.6	0.0
09 SRI予想		7.5	8.0	8.7	0.1	10.0	0.6
10 SRI予想		8.0	8.0	9.5	0.0	9.4	0.1

注：需要項目実績値(09/Q1)の内、総固定資本形成と在庫は、固定資産投資の動向と統計局発表内容からSRI試算

前年(同期)比、*は寄与度

出所：中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にSRI作成、予想はSRI予想

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。

為替見通し

ドル安の修正途上、ユーロの調整余地を警戒

昨年12月、年明け1月のドル円相場87円が底値となり、その後は円安方向への戻りが円安バブル崩壊とのシナリオを前提にした円ロング・ポジションの投げを誘発し、ドル買い・円売り戻しが95円超えの原動力になった。しかし、実態は異常な水準からの修正であったことから戻りは限定的で、目先、4月ドル高値101円ミドルが目先の天井と意識される状況となっている。

足元のドル円相場はレンジ内の動きをみせつつも、これまで株式市場との連動が目立ったことから、ここにきて株価の頭の重さを映して再び95円割れの一段の円高を窺う動きをみせている。しかし、積極的な円買い材料がないだけに、ドル安による円高は自ずと限界があるとみている。日本の輸出の落ち込みに伴う貿易収支の赤字転落は実需の円高圧力の減衰に他ならないことに留意したい。

為替市場と株式市場との連動については、世界的なリスク回避の動きと同調したことが背景にある。要するに、世界的にはリスク回避＝レパトリによるドル買いを誘発したものの、ドル円相場については円ショート・ポジションの解消を伴うことでドル売り・円買いを加速させたということになる。もっとも、足元は市場の過度のリスク回避の動きが収まってきていることを示している。

これらから、今後のドル円相場については、まずポジションの傾きの修正によって相場変動リスクが相対的に縮小しているとみている。レバレッジの低下も同様に見ている。もっとも、市場のリスクに対する警戒は根強く、リスク回避の動きが再燃する可能性はあろう。とはいえ、以前ほど大きな変動とはなりにくく、レンジ内での推移を想定する。こうした中で、ファンダメンタルズに対する判断が徐々に相場変動のペースとなっていくことを予想している。注目の米国経済はこの1-3月期が最も厳しかったものの、最近は峠越えを示唆する経済指標が散見されている。金融対策も市場の緊張を解すことにも寄与したであろう。現状ではまだ減税効果の部分が多少寄与し始めた段階にあり、秋口と観測されている本格的な財政効果はまだ先のこととなっている。

米国経済は政策効果を見極める段階にさえ到達していないことに留意したい。まだ循環的な景気動向を過小評価できない段階だということだ。とはいえ、市場は米国の巨額な財政出動に伴う先行き不安を意識している。しかし、為替市場は相対的な通貨価値が反映される場である。政策出動に伴う副作用も相対的な視点から判断されるとみるべきだろう。欧州周辺国の財政悪化と国債格下げは米国より先に顕在化したことを警戒したい。米国の経常赤字が縮小傾向にあるプラスの構造変化も無視できない。

要するに、構造問題を米国一国に求めたドルベア・シナリオは成立しないということだ。もとより、金融危機を伴う景気調整は長引くとみれば、積極的なリスクテイクの回復を前提にしたドル安シナリオも時期尚早であろう。また、マネー増刷に伴うバブル再燃シナリオも政策当局の舵取りを捨象しており、メインシナリオにはなりえない。むしろ、ここからは通貨ユーロのリスクを警戒する。景気悪化の下で政治未統合のEUのアキレス腱が露呈してきたからに他ならない。

大きな枠組みでは先進国通貨に対するエマージング通貨の相対関係が問われる時があるとみる。ただ、エマージング諸国がまだ先進国から経済的に独立していないことに留意すべきだ。底値買いはできても上値追いは困難であろう。モノの需給も同様に見ている。ドル円は93～108円、ユーロドルは0.90～1.42ドルのレンジを想定。長期的には1ユーロ＝1ドル＝100円が居心地の良いところとみている。

【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/>