



なお遠い自律的回復への道のり

- **日本経済**の実質 GDP 成長率は、09年度 2.2%（前回予測：2.8%）、10年度が+1.2%（同+1.6%）となった。前回予測と比べ若干の修正となったが、今後の成長経路についての見方は前回予測時点から大きく変更していない。具体的には、内外における循環的な回復や景気対策の効果が引き続き支えとなるなか、当面は持ち直しの動きが継続、ただし、輸出の鍵を握る米国経済は、持ち直しの動きに転じるものの、回復の動きは緩やかなペースに留まる、足元の輸出を牽引している中国などアジア向け輸出にしても、米国に代わって持続的に成長を牽引する役割までは期待しづらい、今回のショックにより雇用・設備の過剰感は強まっており、牽引役である輸出の回復ペースが緩やかなものに留まるも、雇用や設備投資の回復は抑制される可能性が高い、このため、循環的な回復や景気対策の効果が一巡する10年後半にかけて、持ち直しの動きは鈍化していき、一時的には踊り場的な状況を迎える 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=65ドル、財政政策はこれ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 などとした。【日本予測表：5ページ】
- **米国経済**は、09年4-6月期の実質 GDP が前期比年率 1.0%と4四半期連続のマイナス成長となったものの、マイナス幅は前期の同 6.4%から大幅に縮小、悪化に歯止めが掛かりつつあり、リセッションからの出口が視野に入ってきている。今後、住宅市場の調整進展や在庫調整の一巡、景気対策の効果などにより持ち直しの動きが続く、その後は民間需要の回復テンポが緩やかなものに留まるとみられるなか、循環的な回復の動きや政策による下支えの効果が一巡する10年後半にかけて、成長ペースは鈍化していく、ただし、失業率の上昇や住宅価格の下落といった動きに歯止めがかかることで、緩やかなが個人消費が持ち直すため、二番底に陥るリスクは回避できる と想定している。09年の実質成長率は 2.5%（前回予測 2.7%）、+2.2%（同+1.9%）と予想する。【米国予測表：8ページ】
- **欧州経済（ユーロ圏）**は、09年4-6月期の実質 GDP が前期比 0.1%と前期の同 2.5%から減少幅縮小となった。景気対策の効果や輸出の落ち込みに歯止めが掛かってきた一方、設備投資の調整が継続していることなどが足枷となっている。輸出の持ち直しを起点とした回復シナリオを中心に据えながらも、日米に比べ金融・財政政策の支援効果が相対的に小さいことや、金融機関の不良債権問題も燻り続けていることなどから、10年にプラス成長に転じるものの、ほぼゼロ近傍の低成長に留まる。09年の実質成長率は 4.1%（前回予測 4.3%）、10年は+0.4%（同 0.1%）と予想する。【欧州予測表：10ページ】
- **中国経済**は、09年4-6月期の実質 GDP 成長率が前年同期比+7.9%となり、回復基調にあるものの、民間の設備投資や雇用の回復などで力強さに欠け、外需も先行き不透明感が強いいため、安定的で比較的速い成長と社会の安定に向けた政策が実施されよう。今後、輸出は10年に低空飛行ながらもプラス圏に、一方、内需は景気対策効果や民間の投資意欲の向上を背景に底堅く推移し、09年下半期には更に成長率が高まった後、政府支出効果が緩やかに薄れていくに伴い、8%台の安定成長軌道へ。09年の実質成長率は+8.4%（前回予測+7.5%）、10年は+8.5%（同+8.0%）と予想する。【中国予測表：12ページ】
- **為替相場**は、今後の見通しのポイントとして、世界景気のリcovery期待が現実化していくかどうかと、その強さにある。結論は、底入れしても回復は弱いことを早晚、マーケットが織り込んでいくことを想定している。ファンダメンタルズ面に大差ない先進国間の通貨は徐々にバランスがとられる方向が見出されていくのではないかとみている。ドル円は87~108円、ユーロドルは1.00~1.45ドルのレンジを想定。
- **原油市況**は、WTI 先物価格は今年に入ってから緩やかな上昇を続け、1バレル30ドル台から一時70ドル台を超える動きをみせたが、夏場以降はマーケットの米景気見通しに沿う形で60~70ドルのレンジでの推移となっている。世界景気の持ち直しと金融市場の安定化が進むなか、原油価格が大幅調整を強いられる可能性は小さいとみられる。一方で、景気回復が循環的、短期的な持ち直し以上の腰の入った回復が期待できる局面に至るには今しばらく時間がかかる公算が大きく、原油価格の上昇にも限度がある。当面は60~70ドルをコアレンジとみている。

自律的回復への手がかりはつかめず

09年4-6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6月11日)。その結果、実質GDP成長率は09年度2.2%(前回予測:同2.8%)、10年度+1.2%(同+1.6%)となった。前回予測に比べると、09年度は上方修正、10年度は下方修正である。09年度の上方修正の背景は、主として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4.6%から4.2%へ上方修正されたことによるものであり、その他では米国など海外経済見通しの上方修正を反映した。4-6月期の実質GDP成長率は前回予測時点の予想を上回ったものの、景気対策の効果や在庫復元の動きが想定していたよりも前倒しで出てきたものと捉えている。それに伴う修正を行ったことにより、09年度下期や10年度の成長率予想は前回予測に比べて下方修正となったものの、今後の成長経路についての見方は前回予測時点から大きく変更していない。なお、年度の成長率で見れば、09年度に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4.2%、10年度は予測に基づく+0.9%)。ゲタの影響を除いた年度内成長率では、09年度+2.0%、10年度は+0.3%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、成長ペースが鈍化していくという姿を想定している。

09年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.7%と、5四半期ぶりのプラス成長となった。需要項目ごとの内訳をみると、輸出が持ち直しの動きを示す一方、輸入の減少が続いたことから、GDPに対する純輸出の寄与度は前期比年率+6.5%pと大幅なプラスに転じるとともに、定額給付金の給付やエコカー購入助成、エコポイント制度の導入などの景気対策が支えとなり、個人消費が3四半期ぶりの増加に転じ、昨年度補正予算における公共事業が執行されたことなどから、公共投資も大幅に増加したなど、輸出と景気対策の効果によって支えられた姿が確認される。さらに、輸出については、海外における在庫調整の進展や中国をはじめとする各国の景気対策の効果がわが国輸出の持ち直しにつながっているとみられる。そして、生産面の動きをみると、これまでの大幅な減産によって在庫調整が進捗したことが、輸出の増加とともに生産が大幅な増加に転じた背景といえよう。すなわち、当期の日本経済は内外における在庫調整の進展や景気対策の効果に支えられて、プラス成長に転じたといえる。他方で、減少ペースは緩和されてきたとはいえ、設備投資の調整が続いているほか、雇用者報酬は雇用調整や夏季賞与の削減を反映して大幅な減少となるなど、民需の自律的回復に結びつく手がかりは、現時点では得られていない。

今後の日本経済については、概ね前回予測時点の見方を踏襲している。すなわち、内外における循環的な回復や景気対策の効果が引き続き支えとなるなか、当面は持ち直しの動きが継続。特に、目先は潜在成長率(1%台前半程度)を上回る高めの成長での持ち直しとなる、ただし、輸出の鍵を握る米国経済は、持ち直しの動きに転じるものの、バブル崩壊の後遺症が重石となり、回復の動きは緩やかな

ペースに留まる、足元の輸出を牽引している中国などアジア向け輸出にしても、最終需要地である米国経済の回復が緩やかなものに留まるのであれば、米国にかわって持続的に成長を牽引する役割までは期待しづらいため、循環的回復や景気対策の効果が一巡するにつれ、輸出の回復ペースも次第に鈍化していく、この間、今回のショックにより設備稼働率が大幅に落ち込むなど、雇用・設備の過剰感は強まっており、牽引役である輸出の回復ペースが緩やかなものに留まるも、雇用や設備投資の回復は抑制されたものになる可能性が高いことから、民間需要が自律的に回復していく姿は引き続き想定しづらい、このため、循環的な回復や景気対策の効果が一巡する10年後半にかけて、持ち直しの動きは鈍化していき、一時的には踊り場的な状況を迎える、と想定している。基本的に、日本経済が外需依存の体質から早期に脱却することは困難であり、今回の危機を経ても、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。それゆえに、海外経済や製造業の在庫循環の状況が引き続き日本経済の動向を主に左右していくことになる。こうしたなか、日本企業は新たな収益構造を構築するため、コスト削減に取り組んだ結果、利益率が改善の方向に向かっている点や産業・企業再編に取り組む動きがみられることなどは、先行きを考える上で明るい材料である。

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、これまでに打ち出されてきた財政・金融面における出口政策の行方や欧米金融機関を巡る動向など、今後の見通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。足元では、日本を含む各国において大規模な景気刺激策や金融安定化策が展開されたことで、金融市場は落ち着きを取り戻してきており、銀行間市場におけるリスクプレミアムや社債のクレジット・スプレッドなどの縮小、株価の上昇などがもたらされているほか、社債やCPなど企業の資金調達環境も改善の動きがみられている。こうした金融市場や経済状況の改善を受けて、徐々に出口政策を模索する動きが出始めてきている。ただし、出口政策が適切に行われなかった場合、経済に対して上下に影響を及ぼす可能性がある。例えば、財政・金融面の健全性を意識して、拙速に出口政策に動き出せば、せっかく持ち直してきた経済状況にとってマイナスとなろう。逆に出口政策が遅れば、財政の健全性に対する信認の低下や資産インフレをもたらすリスクも否定はできない。こうした、これまでの政策からの出口を巡る舵取りの動きには今後とも注目しておきたい。

また、米国では、ストレス・テストの結果発表やその後の資本増強の動きを受けて、大手金融機関に対する信用リスクが和らいできており、直近4-6月期の決算では金融市場の機能回復もあって、予想を上回る収益の改善もみられた。しかしながら、不良資産分離の動きは進んでおらず、失業率の上昇や住宅価格の下落が続くなか、金融機関の不良債権や信用コストは引き続き増加するなど、損失の火種を抱えたままの状況に変化はみられまい。このため、融資基準厳格化の動きが解消しづらく、最悪期は脱したものの、金融と実体経済の悪循環が断ち切れたとまではいえず、米国経済回復の動きが金融面から想定しているよりも抑制されるリスクは残されている。とりわけ、商業用不動産問題を契機に、これまで

の支援の中心であった大手金融機関から、中堅・中小機関に問題の中心が移っていく可能性もあるため、こうした動きには注意が必要であろう。他方で、米国は人口や世帯数の増加が続くとともに、移民など発展段階の異なる層を抱えているため、住宅や自動車に対する実需は根強く存在するのではないかと考えている。このため、資金調達環境に改善の動きがみられるのであれば、想定しているよりも速いペースで回復に向かう上振れのリスクもあると考えている。この点については、金融機関サイドの動きとともに、米国家計の期待成長率に変化が生じているのかどうかポイントになると考えているため、消費マインドや貯蓄率の動きを注目しておきたい。

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引き続き注意が必要と考えている。

以上のように、出口政策を巡る動きや金融機関の不良債権問題など、見通しに対するリスクはなお多く存在している状況にある。ただし、経済情勢や金融市場が安定化してきていることも事実であり、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、具体的な影響を考慮しているわけではないが、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引き続き否定はできない。

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=65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。

今回の見通しにおいては、09年4月に打ち出された「経済危機対策」に至る一連の景気対策を前提条件として考えており、追加対策や8月末の衆議院選挙で民主党への政権交代が実現した場合の政策変更の影響は織り込んでいない。ただ、仮に民主党が政権をとった場合でも、新たな経済政策の財源は既存支出の見直しなどによるため、プラスの影響とマイナスの影響が混在すること（例えば、子ども手当の給付と配偶者控除・扶養控除の廃止、公共事業の削減など）、短期的な視点で見れば、財政支出に比べた場合、手当の給付などでは、一部貯蓄にまわる可能性が高く、乗数効果が限られることなどから、政府支出や家計所得・消費支出など需要項目間の変動はあるとしても、マクロ的にみればそれほど大きな変化は生じないのではないかと考えている。

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 (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)			
名目GDP	1.4	2.2	1.3	2.6	0.2	0.1	0.8	0.1	0.1	0.1	0.4	0.3	3.5	2.9	0.2
実質GDP	1.1	1.0	3.5	3.1	0.9	0.9	0.7	0.5	0.2	0.2	0.1	0.1	3.2	2.2	1.2
(前期比年率)	4.3	3.9	13.1	11.7	3.7	3.5	2.9	1.8	0.9	0.6	0.4	0.3			
*国内需要	0.8	0.8	0.6	2.2	0.7	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	2.0	2.7	0.4
*民間需要	0.5	0.8	0.9	2.3	1.0	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	1.9	3.9	0.4
民間最終消費支出	1.0	0.1	0.7	1.2	0.8	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	0.5	0.4
民間住宅	0.0	3.5	2.6	5.7	9.5	6.0	1.0	1.5	2.0	1.5	0.8	0.4	3.1	16.0	2.6
民間企業設備	1.7	4.9	7.1	8.5	4.3	2.3	0.6	0.5	0.8	0.7	0.5	0.5	9.6	16.3	1.1
*民間在庫品増加	0.3	0.2	0.5	0.2	0.5	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0
*公的需要	0.3	0.0	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	1.2	0.0
政府最終消費支出	0.7	0.2	1.3	0.1	0.3	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3	1.4	1.8
公的固定資本形成	5.1	1.7	2.2	2.6	8.1	7.5	7.0	1.0	4.5	4.0	3.5	2.5	4.4	23.0	7.0
*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	2.9	0.9	1.6	1.0	0.6	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	1.2	0.5	0.8
財貨・サービスの輸出	4.1	0.8	13.6	22.5	6.3	8.0	5.5	2.5	1.4	0.8	0.4	0.2	10.2	11.9	8.9
財貨・サービスの輸入	3.1	0.2	2.5	14.9	5.1	0.5	1.0	1.0	0.8	0.7	0.6	0.4	3.7	14.2	3.1
GDPデフレーター	1.5	1.5	0.7	0.9	0.5	0.6	1.3	2.2	1.5	1.0	0.8	0.7	0.3	0.7	1.0

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 (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)			
鉱工業生産	0.8	1.4	14.5	34.6	27.8	20.6	8.4	24.9	15.6	7.0	5.8	2.8	12.7	10.7	7.3
国内企業物価	4.9	7.3	2.6	1.8	5.4	7.3	3.3	0.2	1.7	1.0	0.6	0.4	3.2	4.0	0.9
消費者物価(生鮮食品除く)	1.5	2.3	1.0	0.1	1.0	2.2	1.5	1.2	1.2	1.0	0.8	0.6	1.2	1.5	0.9
完全失業率(%)	4.0	4.0	4.0	4.5	5.2	5.7	6.0	6.0	6.0	5.9	5.8	5.8	4.1	5.7	5.9
名目雇用者報酬	0.6	0.0	0.7	2.2	4.7	4.2	4.1	3.1	1.1	0.8	0.6	0.4	0.5	4.1	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	112.0	110.2	101.0	90.4	76.2	78.5	82.0	84.0	85.0	85.5	86.0	87.0	103.9	80.0	85.8
経常収支(兆円)	3.8	4.2	1.8	2.5	3.1	4.7	4.6	5.7	4.3	5.3	4.6	5.5	12.3	18.1	19.7
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	1.40	1.40	1.40	1.40	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。

米国経済

リセッション脱却も、バブル崩壊の後遺症が重石に

米国経済は悪化に歯止めが掛かりつつあり、07年12月以来のリセッションからの出口が視野に入ってきている。具体的には、09年4-6月期の実質GDPは前期比年率1.0%と、1947年以降では初めてとなる4四半期連続のマイナス成長となったものの、マイナス幅は前期の同6.4%から大幅に縮小した。在庫調整の進展を受けて、製造業ISM指数は改善が続いており、新車購入支援策(Cash for Clunkers)の導入により自動車販売が大幅に増加したことから、7月の鉱工業生産は前月比+0.5%と、ハリケーンの影響による生産の落ち込みとその反動増(08年10月)を除けば、07年12月以来となる増加をみせた。設備稼働率は依然として低い水準にあるが、需要の安定化や金融市場の改善などから、企業マインドは落ち着きを取り戻しつつあり、設備投資の調整は継続しているものの、そのペースは緩和してきている。また、今回の景気後退、さらには金融危機の起点ともいえる住宅市場についても、金融機関による住宅差し押さえの動きが続いていることから、特に中古市場における需給バランスは引き続き緩和した状況にあるものの、初回住宅購入者に対する減税、過去に比べれば低位に抑制されている住宅ローン金利、価格下落に伴う値ごろ感の高まりなどが支えとなり、足元では販売、着工の減少に歯止めが掛かっており、価格の下落テンポも和らいできている。昨年9月のリーマン・ショック以降、パニック的な状況に陥った金融市場についても、景気対策や金融安定化策、住宅差し押さえ対策といった一連の危機対策やFRBによる大規模金融緩和策が展開されたこともあって、市場心理は落ち着きを取り戻してきており、銀行間市場における流動性リスクや社債のクレジット・スプレッド縮小、株価の上昇などがもたらされているほか、年明け以降は社債による資金調達も活発化するなど、資金調達面でのリスクも緩和されてきている。

今後の米国経済については、上記のように在庫や住宅市場における調整圧力が緩和されてきているといった循環的な動きに加えて、総額7,872億ドルの景気対策が下支えとなり、持ち直しの動きが継続するとみられる。特に、新車購入支援策による自動車販売の増加や在庫復元による生産の増加が期待される7-9月期は年率+3%程度と高めの成長を想定している。

ただし、こうした循環的な持ち直しの動きや景気対策による下支えから、民間主導の自律的回復につながる道筋については、依然として不透明感を残している。金融機関の不良債権問題が重石となるなか、金融面からの成長サポートは期待しづらい状況にある。加えて、IT産業や住宅およびそれに付随するローンの拡大に伴う過剰消費といった、新たな需要の牽引役は見出せておらず、大規模な需給ギャップが存在するなかでは、雇用や設備投資の回復に弾みがつきづらい状況が続くとみられることから、成長ペースは緩やかなものに留まるとみられる。このため、循環的な回復や景気対策の効果が一巡する10年後半にかけて米国経済の成長ペースは再び鈍化していくと想定している。

もっとも、景気対策の効果が剥落するとともに、再び経済が失速し、ダブル・ディップのリスクが高まるとまではみていない。現状、米国経済のエンジンともいべき個人消費は、雇用・所得環境の悪化に加えて、家計が所得対比でみて過剰な水準にある負債を抱えるなか、金融機関の融資厳格化による資

金調達環境の悪化と資産価格の下落により、バランスシート調整を迫られていることから低迷が続いている。ただし、失業率の上昇や住宅価格の下落については、景気持ち直しの動きを受けて、来年初め頃には歯止めが掛かるものと想定している。このような消費マインドに対する負の要因が緩和されていけば、家計の消費抑制姿勢も徐々に緩和されていくとみられる。資金調達環境が目立って改善するとまではみていないため、力強さは期待しづらいものの、個人消費が増加に転じていけば、生産・所得・支出といった好循環メカニズムが緩やかながらも動き出すことで、米国経済が二番底に陥るリスクは回避できると想定している。

以上をまとめると、今後の米国経済については、住宅市場の調整進展や在庫調整の一巡、景気対策の効果などにより、持ち直しの動きが続く。在庫復元の初期段階であり、新車購入助成策の効果が期待される7-9月期については、年率+3%程度と、比較的早いペースでの持ち直しを見込む。その後は、民間需要の回復テンポが緩やかなものに留まるとみられるなか、循環的な回復の動きや政策による下支え効果が一巡する10年後半にかけて成長ペースは鈍化していく。ただし、失業率の上昇や住宅価格の下落といった動きに歯止めが掛かることで、緩やかながら個人消費が持ち直すため、二番底に陥るリスクは回避できると想定している。実質GDP成長率は09年2.5%（前回5月予測：2.7%）、10年+2.2%（同+1.9%）と予想した。

流動性供給プログラムを徐々に縮小も、利上げまでには相当の距離

FRBは、8月のFOMCにおいて9月末までの措置であった国債買入れについて、最大3000億ドルという金額規模は維持したまま、10月まで期限を延長した上で終了する方針を決定した。6月には、利用が減少している一部の流動性プログラムの縮小・廃止（CPFFや中央銀行間為替スワップなど大半の措置は10年2月まで期限を延長している）を打ち出しており、経済や金融市場の状況が改善してきたのに伴い、FRBは徐々に流動性・信用プログラムからの出口を探り始めている。

その一方で、09年末までの措置であったTALF（資産担保証券を担保にノン・リコースで最大3~5年の融資を行う措置）については、新規発行CMBSについては来年6月まで、その他のABSおよび既発行CMBSについては来年3月まで期限を延長する方針を打ち出した。CMBSをはじめとする証券化市場の機能不全に対応した措置であり、FRBとして出口を急いでいるというわけではなく、経済やその措置が対象とするそれぞれの金融市場の状況に応じて出口に踏み出すべきか、措置を延長すべきかどうか検討されていることが確認されるものといえる。この点、次の焦点としては、09年末までの措置であるエージェンシー債・MBS（金額規模はそれぞれ最大2000億ドル、1兆2500億ドル）の買入れについての方針がどのようになるか注目される所だ。

今後の出口政策を考えていった場合、まず、各種流動性プログラムは市場のニーズが後退すれば、おのずと縮小していく性格のものである。問題は、これまで買い入れてきた中長期債券の扱いとなるが、FRBはバランスシートを調整する手段を保持しているというメッセージを市場に送ることで、政策に対する不透明感やインフレ懸念を抑制することに現時点で成功しているといえるが、実体経済や金融市場へ及ぼす影響を考慮すると、実際の対応は慎重に行っていくとみられる。

また、金利政策に関しては現状、0~0.25%の誘導水準を維持しており、” for an extended period ” という時間軸に関する表現にも変化はみられない。現在の金融市場では、来年の早い段階でFRBが利上げに転じるとの期待形成になっているが、当方は10年末までという今回の予測期間においては、失業率の高止まりが続くことに加えて、川下の物価についてはインフレよりもむしろデスインフレ傾向が強まる可能性が高いと想定していることから、利上げまでには至らないのではないかと想定している。

上振れ・下振れ要因

以上のような見通しに対するリスク要因として、主に財政・金融政策の出口政策を巡る舵取り、金融安定化に向けた取り組みの行方などの動きに注目しておきたい。早すぎる引き締めは景気に対してネガティブに働く一方、出口政策の実施が遅れば、財政健全性に対する懸念が高まったり、資産インフレを招来したりするリスクには注意が必要と考えている。また、金融を巡る問題としては、商業用不動産問題を契機に中堅・中小金融機関における問題が拡大する可能性について注視しておきたい。その他のリスクとしては、家計や企業の期待成長率の低下により、米国経済が長期停滞に陥る可能性、新興国の成長が想定以上となり、輸出を中心に米国経済が拡大していく可能性、欧州系金融機関の不振により、中東欧のみならず、その他の新興国に対してもデレバレッジの圧力が及び、新興国の成長を抑制するリスクなどに注意しつつ、今後の動きをフォローしていきたい。

米国経済予測 総括表

	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 (実)	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	1.0	3.5	1.4	5.4	4.6	0.8	5.8	3.8	3.9	3.6	2.7	2.3	2.6	1.0	3.5
実質GDP	0.7	1.5	2.7	5.4	6.4	1.0	3.4	2.5	2.7	2.4	1.6	1.2	0.4	2.5	2.2
個人消費	0.6	0.1	3.5	3.1	0.6	1.2	1.5	1.3	0.5	1.0	1.3	1.4	0.2	1.0	0.5
設備投資	1.9	1.4	6.1	19.5	39.2	8.9	2.5	0.5	0.4	0.6	0.8	1.0	1.6	17.6	0.7
住宅投資	28.2	15.8	15.9	23.2	38.2	29.3	8.0	17.0	14.0	11.5	10.0	9.0	22.9	22.0	9.2
*在庫増減	0.2	1.3	0.3	0.6	2.4	0.8	0.9	1.5	0.9	0.8	0.3	0.1	0.4	0.6	0.8
*純輸出	0.4	2.4	0.1	0.5	2.6	1.4	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	1.2	1.1	0.0
輸出	0.1	12.1	3.6	19.5	29.9	7.0	3.5	4.5	5.0	4.5	4.0	3.5	5.4	12.5	3.6
輸入	2.5	5.0	2.2	16.7	36.4	15.1	3.4	3.8	4.5	4.0	3.5	3.0	3.2	16.3	2.6
政府支出	2.6	3.6	4.8	1.2	2.6	5.6	8.0	7.5	5.5	3.0	0.5	1.0	3.1	2.9	4.6
GDPデフレーター(前年同期比:%)	2.1	1.9	2.6	2.0	2.0	1.6	1.1	1.4	1.3	1.5	1.2	1.1	2.1	1.5	1.3
PCEデフレーター(前年同期比:%)	3.6	3.8	4.3	1.7	0.4	0.2	0.7	0.6	1.1	0.8	0.4	0.4	3.3	0.0	0.7
# (エネルギー、食品除くコア)	2.4	2.5	2.6	2.0	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0	0.6	0.5	0.5	2.4	1.4	0.6
鉱工業生産	0.2	4.6	9.0	13.0	19.1	11.6	5.0	3.0	3.0	2.5	2.0	1.5	2.2	10.3	2.0
失業率(%)	4.9	5.4	6.0	6.9	8.1	9.2	9.5	9.8	10.0	9.9	9.8	9.8	5.8	9.2	9.9
FF金利誘導水準(%)	2.25	2.00	2.00	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	0.00~0.25	---	---	---
長期金利(10年国債利回り、%)	3.65	3.86	3.85	3.21	2.70	3.30	3.70	3.80	3.80	3.70	3.70	3.70	---	---	---

注: 断りのない限り、前期比年率(%)、*の項目は寄与度、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。



欧州経済

景気後退の最悪期は通過するも、政策対応の遅れなどから回復の動きは鈍いものに

ユーロ圏（16カ国）の09年4-6月期の実質GDP（速報値）は前期比0.1%となり、通貨ユーロ導入以来の最大の落ち込みとなった前期の同2.5%からマイナス幅を縮小させた。主要国についてみると、経済規模で第1位、第2位を占めるドイツ（前期・前期比3.5%）とフランス（同1.3%）がそれぞれ前期比+0.3%と5四半期ぶりに増加に転じた。また、マイナス成長に留まった諸国でも、イタリア（同2.7% 同0.5%）、オランダ（同2.7% 同0.9%）などは、大幅な落ち込みを示した前期からマイナス幅を縮小させた。ドイツとフランスについては、自動車買換え促進策など景気対策によって個人消費、政府支出がプラス寄与となったことや、輸出の急速な落ち込みに歯止めがかかり純輸出がプラス寄与となったことなどが支えとなる一方、民間設備投資や在庫投資の調整が続いていることが足枷となった模様である。また、スペインは住宅建設ブーム崩壊の影響が建設投資や個人消費を中心に強く残り、当期は前期比1.0%と前期の同1.9%からマイナス幅縮小となったものの、他の主要国に比べ減少率の縮小は限定的となっている。

ユーロ圏の足元にかけての景気指標をみると、企業景況感が在庫調整の進展を背景に底入れの動きを続けている点からは、日米など他の先進国と同様に循環的な回復に向けた動きが広がりを見せているといえよう。もっとも、ユーロ圏の場合、07年にかけて盛り上がりを見せた中東欧向け輸出という牽引役が当面は期待できないこと、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困難であったことから、期待される政策効果も限定的であるとみられることなどから、回復過程の入り口にたどり着くのが日米に比べ遅れ、調整が長期化するリスクが残っているとみられる。また、生産活動の循環的な回復期待を示している企業景況感に対して、家計の消費マインドは下げ止まってきたものの、失業率が9.4%（6月）まで上昇するなど、なお厳しい雇用所得環境が続いていることを背景に家計は慎重姿勢を崩しておらず、消費回復の持続力は限定的とみられる。

他方、金融問題についてみると、この夏場にかけて金融機関の貸出基準の大幅引き上げの動きが一服してきたことがECBの調査で示されている。しかし一方で、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、その影響が欧州金融市場、ひいてはユーロ圏の実体経済にまで下押し圧力として顕在化するリスクも引き続き指摘される。

以上から、ユーロ圏経済は、輸出の持ち直しを起点とした景気回復シナリオを中心に据えながらも、日米に比べて引き続き脆弱さを残す動きが想定される。具体的には、米国が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局面で、ユーロ圏もややタイムラグを挟みながら10年半ば頃にかけて、外需を中心に回復の動きが継続していくと予想される。しかし、米国の回復の鈍化が見込まれる10年後半には、内需の支えが乏しいユーロ圏は回復一服感が台頭することになる。09年の実質成長率は、09年4.1%（前回予測4.3%）、10年+0.4%（同0.1%）と2年連続のマイナス成長は回避されるものの、10年にかけても低成長を余儀なくされる姿を予想する。

信用緩和を継続しながら、様子見姿勢を継続

ECB（欧州中央銀行）は09年5月の定例理事会で政策金利を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）600億ユーロ規模のカバード債（住宅ローンや公共部門向け貸付などを担保に金融機関が発行する債券、ユーロ圏内発行のユーロ建てが対象）の買入れ計画を発表、7月以降実施に移している。

ECBはこれまでのところ、景気動向、物価動向とともに概ね自らのシナリオに沿った動きとなっていること、長期レポやカバード債買取り開始の効果もあって金融市場でのリスク回避の動きが緩和されていることなどを評価、政策金利の水準は適切であるとの判断を継続する一方で、ひとたび経済環境が改善した際には導入してきた措置を速やかに引き上げ、供給した流動性を吸収する、いわゆる「出口戦略」への備えもあるとして自信を覗かせている。

もっとも、金融危機の発生によって生じた実体経済と信用収縮の悪循環やECBも懸念を示している労働市場の悪化継続などを、ECBの信用緩和や各国の財政政策によって食い止めることができるのか、なお不透明である。こうしたなか、ECBは政策金利を現行の1.00%に据え置きながら、10年にかけても様子見姿勢を継続すると予想する。

欧州(ユーロ圏)GDP予測表

(%)

	2008年			2009年		2009年		2010年		08年	09年	10年
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月			
実質GDP	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(見)	(予)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)
(前期比)	0.3	0.4	1.8	2.5	0.1	3.4	0.0	0.3	0.0	0.6	4.1	0.4
(年率)	1.1	1.4	6.9	9.5	0.5	6.7	0.0	0.7	0.1			
(前年比)	1.4	0.4	1.7	4.8	4.7	4.7	3.4	0.3	0.4			
*在庫	0.2	0.4	0.4	0.9	---	0.7	0.2	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0
個人消費	0.3	0.0	0.4	0.4	---	0.6	0.2	0.3	0.3	0.3	0.6	0.5
固定投資	1.3	1.0	4.3	4.1	---	7.4	4.0	2.0	0.1	0.3	11.0	4.0
政府支出	0.8	0.5	0.4	0.1	---	0.9	2.3	1.4	0.2	1.9	2.6	2.4
*純輸出	0.2	0.7	1.1	0.4	---	0.9	0.0	0.1	0.0	0.0	1.5	0.2
輸出	0.2	0.5	7.3	8.1	---	13.5	5.4	0.4	0.2	0.9	17.7	2.3
輸入	0.7	1.1	5.1	7.1	---	11.7	5.5	0.0	0.1	0.9	14.9	2.7
消費者物価	3.6	3.8	2.3	1.0	0.2	0.6	0.0	1.0	0.7	3.3	0.3	0.9
コア	1.7	1.8	1.9	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4	0.8	1.8	1.6	1.1
政策金利	4.00	4.25	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	---	---	---
長期金利	3.9-4.7	4.0-4.7	2.9-4.1	2.9-3.4	3.0-3.7	2.9-3.7	3.0-4.0	3.5-4.0	3.0-4.0	---	---	---

注:実質GDPの予測は半期ベース、*印は寄与度。消費者物価は前年同期比。長期金利は独10年物国債 出所: Eurostat、ECFN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。

中国経済

景気浮揚策の効果が本格顕在化、09年4-6月期の実質GDP成長率+7.9%に回復

中国の09年4-6月期の実質GDP成長率は、前年同期比+7.9%(09年1-3月期:+6.1%:前期比+1.8%p)と統計局が6月23日に事前発表した数字(同+8%に近い数字)の範囲であった。確かに、外需は世界景気後退に伴い低調に推移する一方で、4兆元大型景気対策により内需刺激の効果が顕在化し、景気は回復の軌道に乗ってきている。積極的な財政出動、予想以上の流動性資金の供給など - 政府主導の景気浮揚策は、民間の投資・消費意欲を緩やかながらも高めているようだ。鉱工業生産も内陸部の堅調に加え、沿海部も外需の低調を国内の経済開発が補完し、持ち直しの動きにある。

外需低調も予想以上の内需堅調で、実質GDP予測を09年+8.4%、10年+8.5%に上方修正

09~10年の中国経済を展望すると、外需は、輸出の減少幅縮小は緩やかで、当面厳しい状況が継続、10年に低空飛行ながらもプラス圏に、一方、内需は08年11月の4兆元の大規模景気対策の経済効果の顕在化や民間の投資・消費意欲の向上などを背景に堅調に推移し、09年下半期には実質GDP成長率は、+9~+10%に上伸、10年には景気の安定成長期待や万博開催による個人消費の底堅さに対して、政府支出効果が緩やかに薄れ、+8%台の安定成長が見込まれる。新光総合研究所(SRI)では、実質GDP成長率を09年予測で前年比+8.4%(09年5月予測:+7.5%)、10年予測で同+8.5%(同:+8.0%)に上方修正した。

国家統計局が発表した09年1-6月期の実質GDP成長率の需要項目別寄与度によると、純輸出が2.9%pと大幅に押し下げたものの、内需で特に総資本形成(在庫増減を含む)が+6.2%pと大きく寄与し、最終消費支出も+3.8%pと底堅く推移している。このように、内需押し上げ・外需押し下げの動きが当面続こう。一方、行き過ぎた流動性資金の供給(09年1-7月の新規貸出増加額の進捗状況:+7.73兆元、政府の09年年間目標の155%)、最近の株式市場や不動産市場のバブル形成や不良債権の増加などの懸念が浮上し、金融緩和政策の微調整が実施されている。また、中国景気・物価の先行きにも不安視する向きも現れてきている。最新7月の主要な経済指標の内容を総括すると、特に鉱工業生産、固定資産投資に期待どおりの強さがみられず、厳しい輸出状況と下落基調の物価指数であった。名目GDPの3割強を占める輸出動向をみると、アジア金融危機時の動きと比較し、最大の需要先である米国景気が厳しく、世界経済への影響が大きいため、7月の輸出も前年同月比23.0%と低迷状態が継続し、アジア金融危機時のようなV字回復は期待し難い。一方、企業利潤は減益・赤字が継続し、厳しい状況が続いており、全ての物価指数が供給過剰・需要不足に伴い、低下(デフレ)基調にある。確かに、上記のように09年4-6月期の実質GDP成長率が前年同期比+7.9%と政府の年間目標(+8%)の実現性が高まり、回復基調にあるものの、民間の設備投資や雇用の回復などで力強さに欠け、外需も依然厳しく先行き不透明感が強いことなどから、8月9日の温家宝首相の発言どおり、中国経済の安定成長の確かな軌道に乗るには時間を要するとの党・政府の認識があるようだ。

このような中、7月の財政支出が前年同月比+9.3%と大幅に鈍化している、窓口指導による新規貸出額の減少に加えて、国債利回りが7月に急上昇し、金融政策に微調整が行われている - など中国経済の先行き懸念が浮上するような動きがみられる。しかし、は7月単月の動きで過ぎず、3ヵ月タームでみるべきであり、は金融緩和の一時的な微調整で、人民銀行は1年物手形の再発行(7月)及び発行利回

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。

り引き上げにより銀行の購入インセンティブを提供し、行き過ぎた銀行貸出の抑制と捉えるべきと考えられる。基本的に財政・金融政策の双方から景気浮揚が不可欠であり、党・政府の政権担当能力と強い危機意識の下、安定的で比較的速い成長と社会の安定に向けた政策の継続が考えられる。

政治社会の安定、景気の回復に重要な雇用動向をみると、新規就業増加者数で08年12月(+38万人)を底に、09年2月には+93万人で大幅増となり、09年1-3月累計で+268万人、09年1-6月累計では+569万人と年間目標(+900万人：都市部)の63%と雇用改善が着実に進捗しているようだ。しかし、実際には大学卒業生の就職率は60-70%程度で、増加傾向にある大学卒業生(09年：約600万人)のうち、200万人程度が就職難にあり、都市部の一時帰休・失業者の再就職難、農民工(出稼ぎ労働者)の未就職(約1,100万人：09年3月時点)など - 労働市場の需給状況は、依然厳しい状況に大きな変化はない。雇用者受入の大きな受け皿である国有企業以外の非公有企業の経営改善が重要な課題であり、厳しい輸出動向も勘案すると、政府主導による積極的な公共事業投資などが非公有企業の業績改善・投資意欲の向上に繋がるように、引き続き景気刺激策を適宜追加的に打ち出していく必要があると考えられる。

一方、固定資産投資の約2割を占める不動産開発投資の回復が重要なポイントとなろう。不動産は鉄鋼(供給過剰業種)の主要な需要先で産業振興になるだけでなく、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も貢献する。不動産開発投資は08年下期以降急激に減速したが、09年1-7月累計で前年同期比+11.6%と持ち直しの動きにある。住宅販売面積が09年1-7月累計で前年同期比+38.3%と改善し、建物新規着工面積も09年6月以降プラスに転じている。

このように、切れ目のない政府の積極的な財政出動、適度な金融緩和策の継続、不動産市場の回復(株式市場の安定的発展も含め)は非公有企業の投資意欲や、個人消費意欲の改善などに好影響を与え、中国経済の持続的な成長に繋がることから、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：名目)
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	8.4	16.3	30.5	20.5	21.5	2,472	1.3	6.830	9.0
10 SRI予想	8.5	16.0	23.5	6.0	5.5	2,610	0.8	6.775	10.8

注：前年比、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	8.4	4.5	0.2	7.9	1.3
	Q2(実績)	7.9	8.3	15.2	4.0	16.1	0.2
	Q3	9.5	8.4	16.2	1.5	16.4	0.0
	Q4	10.0	8.4	16.5	1.0	16.8	0.0
10 SRI予想	Q1	9.5	8.2	13.1	0.0	12.9	0.1
	Q2	8.5	8.2	11.3	0.0	11.1	0.1
	Q3	8.0	8.3	9.9	0.1	9.9	0.0
	Q4	8.0	8.2	10.2	0.1	10.3	0.0
09 SRI予想		8.4	8.4	14.0	1.7	14.3	0.4
10 SRI予想		8.5	8.2	11.1	0.0	10.9	0.1

注：前年(同期)比、*は寄与度、需要項目実績値の内、総固定資本形成と在庫(09/Q1-Q2)、純輸出(09/Q2)は、SRI試算値

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。

為替見通し

世界景気の回復を先取りするユーロドル、ドル円は緩やかなレンジ相場

ドル円相場は4/10にドルの戻り高値101.44円を付けて以降、上値の重い展開となり、7/17には一時91.74円まで円高が進行した。こうした動きは7月初めに発表された米雇用統計（6月分）の悪化からマーケットの反応が世界景気の回復期待の後退と受け取り、株安、ドル安を誘発したことで円高になったものである。その後は欧州景気の先行き見通しも懸念されるなどの他、商品市況が下落したために欧州通貨安、エマージング通貨安がクロス円での円高に作用したものだ。しかし、ドル円はそこから切り返して小幅だが再び円安方向へと戻ったのは、世界景気の回復期待が再開したからである。この時の各種市場の反応は株高、商品市況高、ドル安、ユーロ高、円安であり、ドル円相場は世界景気の回復期待が揺れ動くたびに小幅に上下動してきたことを示している。

ドル円相場はまだしばらくレンジ内での推移から抜け出せそうもないようだ。こうした背景には、ドル円でのポジションに大きな傾きが生じていないからでもある。07年以降のリスク回避に伴うポジション調整は概ね昨年末から年明け早々に終了しており、その後はポジションに急激な変化はみられていない。ただ、リスク回避が強まる場面ではクロス円からドル円は円高に動き、リスクテイクが再開との期待が高まると再びクロス円からドル円は円安気味に推移する格好となっている。これらの動きを見る限り、ドル円は蚊帳の外といえるかもしれない。

今後の見通しのポイントは、世界景気の回復期待が現実化していくかどうかと、その強さにある。結論は、底入れしても回復は弱いことを早晚、マーケットが織り込んでいくことを想定している。

米国のVIX指数に代表されるマーケット指標は昨年9月のリーマン破綻時の水準を下回る落ち着きをみせるなど、概ねショックが一巡したことを示している。しかし、日米株価に象徴される先進国の主要株価指数はそうした水準にまで到達していない。このことは、金融市場がこのまま落ち着いていくなれば実体経済は最悪期を超えていく可能性があるものの、その後の回復ペースは弱いことを暗示しているのではないかとみている。金融危機を伴う景気悪化が通常の景気悪化に転じて、最悪期を抜け出したからといっても景気回復につれたリスクテイク再開との思惑は一本調子に高まることは難しいだろう。先進各国は一旦は大型財政支出による恩恵を受けても、そうした効果が一巡した時のダウンサイド・リスクを警戒するスタンスは残るだろう。もっとも、そうしたリスクはまだマーケットは織り込め切れていない。やきもきする場面が多くありそうだ。出口政策などの思惑も当分は一喜一憂することに終始しよう。

基本的には、先進国経済は金融問題から相当体力を落としており、長年に渡る構造問題も加わっていることから、自力での成長は難しいとみている。現状では、まだ先進国の金融問題が解決したわけではなく、またそうした問題が長期化して、ときおり危機を噴出させるだろうとマーケットは警戒している。3年毎に危機に直面した日本の経験が意識されざるをえまい。されども、目的的には先進国経済が、特に米国が大きな足枷とならなければ世界経済はそれなりに漸進していく余地があるように見える。

以上から、ファンダメンタルズに大差ない先進国間の通貨は徐々にバランスがとられる方向が見出されていくのではないかとみている。そうした観点からは、現状のユーロドル相場の水準は世界景気の回復期待をかなり織り込んでいる可能性があるかとみて警戒したい。ユーロの上昇余地が限られていると予想する所以である。ドル円は87～108円、ユーロドルは1.00～1.45ドルのレンジを想定する。

原油見通し

市場のリスク選好度を睨みながらの展開

WTI 原油先物価格は、今年に入ってから緩やかな上昇を続け、30 ドル（バレル）台から一時 70 ドルを超える動きをみせたが、6月の米雇用統計などを受け景気楽観論が後退すると、原油価格は 60 ドル近辺まで調整を強いられた。しかし、景気に対する悲観論が再び修正を強いられると、原油価格は 70 ドル近辺まで上昇、ほぼマーケットの景気見通しに沿って 60～70 ドルのレンジで推移が続いている。

原油価格が景気見通しに左右されることは、需給面からして当然のことではあるが、ここ最近の原油価格はそういった需給動向を織り込むまでもなく、単にマーケットにおける投資マネーの動向、もしくはリスク選好度に左右されている感が強い。このため、原油、株式、為替といった様々な資産の値動きが、一様にパターン化されている。例えば、マーケットのリスク選好度が高まれば、原油を始めとする商品市況や株式が上昇、その際、為替市場ではユーロや豪ドルといった非ドル通貨が買われる。逆に、マーケットがリスク回避的になれば、原油や株式は売られ、同時に米ドルや日本円が買われるパターンが確認される。マーケットがリスク選好（Risk Appetite）か、もしくはリスク回避（Risk Aversion）かを見極めることが重要となっている。

グローバル景気が循環的な持ち直し局面に入っている以上、早々に原油価格が大幅な調整を強いられる可能性は小さいとみている。金融市場の状態をみても、リーマン・ショック後と比べれば改善は明らかであり、大規模なリスク回避的な資金フローが発生するとは考えづらい。相場が多少、上下したとしても前回の下値である 60 ドル程度は維持できるのではないかと。しかし、逆に上昇トレンドを描くだけの力があるかといえ、それも難しいであろう。そもそも、今のグローバル経済に原油価格の高騰を吸収するだけの体力はなく、たとえ景気回復期待によって原油価格が押し上げられても、それが景気への重石になる可能性がある。仮説として、原油などコモディティが金融市場に取り込まれたことは、景気が持続的に回復できないという「わな（Commodity Trap）」にはまったことを意味するのかもしれない。景気回復期待が高まる度にリスクマネーが商品市況に流入してくるのであれば、商品市況の高騰が逆に景気を抑制するというジレンマが繰り返されることとなる。そして、リスクマネーが動く際に何よりも肝心となる景気見通しについても、循環的かつ短期的な持ち直し以上の、腰の入った景気回復が期待できる局面に至るまでには、今しばらく時間がかかる公算が大きい。このステージに入っていくためには、在庫の復元需要以外に、公需から民需へのバトンタッチや、景気を持続的に牽引できる成長トリガーの出現など、景気回復の質的变化が必要となってくるのではないかと。目先、マーケットの期待感に牽引され 80 ドル近辺までのジリ高はあり得ても、それ以上の上昇をサポートする材料には乏しいと考えられる。当面は 60～70 ドルをコアレンジとみている。

なお、リスク要因としては、アップサイドでは、ハリケーンなど天候リスクが発生すること、ナイジェリアにおけるパイプライン攻撃などの地政学リスクが発生すること、景気指標が市場予想を上回ることで株式市場が回復の動きを強め、マーケットのリスク選好度が高まること - など。逆にダウンサイドでは、CFTC（米商品先物取引委員会）による商品先物取引の規制論が高まること、景気回復期待や財政赤字懸念、FRB の出口戦略などを巡って長期金利の上昇が再発すること、中国で投資規制の動きが強まることなどで、新興諸国の景気回復期待が後退すること - などが挙げられよう。

【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/>