

構造問題を抱えながらも回復に向け動き始めた世界経済

- **日本経済**の実質 GDP 成長率予測は、09 年度 2.4%（前回予測：2.7%）、10 年度が +1.4%（同 +1.5%）となった。前回予測と比べ 09 年度は上方修正、10 年度はわずかに下方修正である。今後の成長経路については、生産の増加ペースが徐々に鈍化してきており、循環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、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かかってきたものの、企業の設備や雇用に対する過剰感が根強いことなどもあって、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から、10 年前半にかけて一旦減速感が強まり、踊り場的な局面を迎えると想定している。しかしその後は、持ち直しの動きに転じた米国や新興国向けに輸出の増加傾向は維持されることなどから、再び緩やかな回復傾向を辿っていくと想定した。予測の前提としては、円相場 1 ドル = 90 円、原油価格は 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 の押上を想定 - などとした。【日本予測表：5 ページ】
- **米国経済**は、09 年 7-9 月期の実質 GDP が前期比年率 +3.5% と 5 四半期ぶりにプラスに転じ、これまでの急速な景気悪化により歯止めが掛かった。今後、在庫調整の進展や景気対策の効果などにより、当面は持ち直しの動きが続き、10 年後半にかけては、循環的な回復や政策効果が一巡することで、経済全体の成長ペースは鈍化していくとみる。一方で、リーマン・ショック以降の経済・金融環境変化に着目すれば、消費、設備投資、住宅投資といった民間需要は緩やかながらも持ち直しの動きを続け、全体の成長率自体は鈍化しつつも二番底に陥ることなく、巡航速度程度は維持できるとみている。09 年の実質成長率は 2.4%（前回予測 2.5%）、+2.6%（同 +2.2%）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 7-9 月期の実質 GDP が前期比 +0.4% と 6 四半期ぶりにプラスに転じ、景気後退に歯止めが掛かってきた。10 年半ば頃までは政策効果や循環的な持ち直しを支えに回復の動きを続けるものの、雇用情勢の悪化が続いている、新たな市場として期待された中東欧諸国で景気後退からの脱却が遅れている、金融機関の貸出抑制が続いているなどから、10 年後半以降、ユーロ圏経済が民間需要へバトンタッチして、自律的な回復に向かうかどうか、なお不透明である。09 年の実質成長率は 4.0%（前回予測 4.1%）、10 年は +0.5%（同 +0.4%）と予想する。【欧州予測表：10 ページ】
- **中国経済**は、09 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率が前年同期比 +8.9% と前期の同 +7.9% からプラス幅を広げ、回復軌道に乗ってきている。内訳では、外需が大きく成長を押し下げる一方、大型景気対策の効果により消費、投資など内需が下支えとなった。今後、景気対策の効果は徐々に薄れていくものの、輸出の持ち直しが期待されることや、民間企業の経営改善に伴う雇用や設備投資の回復、さらに上海万博開催などを背景に個人消費が底堅く推移することなどが想定される。09 年の実質成長率は +8.4%（前回予測 +8.4%）、10 年は +9.3%（同 +8.5%）と予想する。なお、人民元レートは 10 年に再び緩やかな上昇が進展するとみている。【中国予測表：12 ページ】
- **為替相場**は、足元にかけて米低金利政策の長期化見通しを背景にしたドル安地合いが続いているが、10 年にかけての相場見通しではドル・キャリートレードの動向が焦点に。基本的には、早晚、キャリーの巻き戻しがドルの戻りとして働くことを 10 年の相場展開として想定している。ポイントは米国の利上げ、リスク回避の 2 点だが、については早期の織り込みは難しいものの、10 年中には事前に織り込んでいく場面があるのではなかるうか。ドル円は 84 ~ 98 円/ドル、ユーロドルは 1.40 ~ 1.55 ドル/ユーロ、10 年前半中にドル安場面を、それ以降はドルの戻りを予想する。
- **原油市況**は、WTI 先物価格は 10 月中旬に約 1 年ぶりに 80 ドル台を回復、足元にかけても 70 ドル台後半の高水準で推移している。当面の原油市況の見通しとしては、世界景気の持ち直しと金融緩和の長期化見通しを背景に底堅い動きが続くとみている。この点、需要面からみると大幅な調整を強いられる可能性は小さいとみられる。他方、問題の投資マネーの動きについては、ポイントとなる米国景気動向や金融政策の出口戦略に対する予想の変化次第によっては、その流れに変化が生じる可能性もある。

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

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。

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う。

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て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。前回予測時点では、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バト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ことに加えて、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。

以上のように、今後の日本経済については、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、その後は緩やかながらも回復傾向を維持するという姿を想定した。ただし、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。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ことや賃金の伸び悩みなどから、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。

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、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。とりわけ、昨年後半以降の経緯からも明らかのように、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。

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。

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 (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)	2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (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

	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 (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)	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	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
名目雇業者報酬	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。

米国経済

自律的な景気回復への道筋を探る動き

米国経済は、これまでの急速な景気悪化によりやく歯止めがかかり、09年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た。新車購入支援策(Cash for Clunkers)の効果が大きく寄与したとはいえ、それを除くベースでも消費はプラスに転じており、設備投資はマイナス幅が大幅に縮小、住宅投資に関しては実に3年半ぶりの大幅プラスに転じている。確かに、この先、減税措置などの政策効果の一巡を懸念する声も多いが、以上のように大幅な需要減少の動きにすでに歯止めがかかっていること、在庫調整の進展により在庫水準が大きく低下していること、公共投資などの需要・雇用創出が期待される景気対策は、むしろこれから効果が発現し始めることなどを踏まえると、これまでの循環的、ないしは反動的な景気回復の動きは10年半ば辺りまでは続く公算が大きい。SRI(新光総合研究所)では、10-12月期も同+3.0%の成長を見込んでいる。なお、昨年9月のリーマン・ショックにより大きく機能が損なわれた金融市場についても、米政府やFRBなどによる積極的な対策が奏効し、かなりの落ち着きをみせ始めている。銀行間の流動性・信用リスクは後退、クレジット・スプレッドにも縮小の動きがみられる。また、株価や商品市況の上昇は、こうした金融市場の安定を映して、投資家のリスク許容度がこの間、大きく改善したことを示すものといえよう。

しかし一方で、家計や金融部門に積み上がった過剰な債務、すなわちバブル崩壊がもたらした負の遺産は、引き続き景気回復の重石となり続けよう。例えば、家計部門の負債は可処分所得対比で130%近くに上り、依然として多額の負債を抱えていることが分かる。信用収縮により新たな借入や借換えが難しい場合、家計は債務返済を強いられることで消費は抑制されることとなる。また、金融機関も損失処理や資本増強に安心感が得られるまでは、新たな信用供与に消極的にならざるを得ないであろう。失業率の上昇が続く中では、ローン債権の毀損が追加的な損失につながる可能性が十分にあり、特に最近では、商業用不動産に対する警戒が強まってきている。足元のように、景気が循環的に回復している間は特に問題にはならないが、不良債権問題は景気が一旦悪化し始めると再び表面化し、実体経済と金融部門の負のスパイラルを再発させるリスクがある点には留意が必要であろう。

とはいえ、SRIのメイン・シナリオは、米国経済がこうした構造的重石を抱えつつも、景気は緩やかな持ち直しの動きを続け、実体経済と金融部門の前向きの循環が僅かながらも続いていくというものである。実際、リーマン・ショック直後と現在を比較すると、数多くの点で限界的な変化が確認される。例えば、先ほど指摘した金融市場が安定することで企業は市場から資金調達が可能であり、大手金融機関はストレス・テスト後に、市場からの資本調達に成功している。また、住宅市場にも持ち直しの動きがみられる。販売は明らかに持ち直しており、在庫率は低下、価格面にも底入れの兆しがみられる。仮に、住宅価格が下げ止まるということになると、家計・金融部門が抱えるバランスシート調整の圧力を幾分、緩和させることになる。さらに、雇用情勢に関しても、失業率は依然として上昇し続けているものの、雇用者数に関しては着実にマイナス幅を縮小させてきている。こうした動きは、循環的な景気回復や公共投資の本格化に合わせ、当面は続く可能性が高い。雇用者報酬がすでに下げ止まっていることを踏まえると、雇用・所得環境の悪化が消費を押し下げるといったステージはほぼ過ぎ去りつつあるといえよう。一方、信用収縮が続くなかでも、消費が緩やかながらも持ち直している現状にも注目したい。

このことは、信用収縮下でも多少の消費の持ち直しは可能であり、特に高額所得者の消費シェアが高い米国においては、必ずしも信用収縮 = 消費低迷とはならないことを意味するのではないかとみている。当方では、資産効果や値ごろ感、儉約疲れといった要素に加え、そもそも消費水準が低すぎることによる巡航速度への回帰といった動きが背景にあるとみている。ともあれ、現状のように小幅ながらも消費持ち直しの動きが続くのであれば、次第に雇用情勢にも改善の動きが出始めよう。雇用の改善は消費マインドにも影響を与える可能性が高い。景気の回復モメンタムが弱いことから、10年前半はいわゆる「ジョブレス・リカバリー」に近い様相を呈する可能性が高いとみられるが、弱いながらも需要の持続性が確認されるのであれば、企業は雇用を再開し始めることになるだろう。

以上をまとめると、今後の米国経済については、在庫調整の進展や景気対策の効果などにより、当面は持ち直しの動きが続き、10年後半にかけては、循環的な回復や政策効果が一巡することで、経済全体の成長ペースは鈍化していくとみる。しかし一方で、リーマン・ショック以降の経済・金融環境の変化に着目すれば、消費、設備投資、住宅投資といった民間需要は緩やかながらも持ち直しの動きを続け、全体の成長率自体は鈍化しつつも二番底に陥ることなく、巡航速度程度は維持できるとみている。構造問題による重石を抱えたままであるため、景気回復のモメンタムは引き続き緩やかなものに留まる公算が大きいが、それでも景気の前向きな循環が構造問題を僅かながらも解消していく流れが続くのではないかと予想する。実質 GDP 成長率は 09 年が 2.4% (前回 8 月予測: 2.5%)、10 年は +2.6% (同 +2.2%) と予想する。

出口の準備を進めるも利上げは当面先に

FRB は 09 年 11 月の FOMC において、政策金利である FF レート誘導目標を 0.00 ~ 0.25% に据え置くとともに、「当面の間 (for an extended period)」は、こうした例外的な低金利水準を維持することを確認した。さらに、低金利状態を維持するための条件として、低水準の資源稼働率、抑制されたインフレ率、安定したインフレ期待の 3 点を明記した。FRB は当面の間は政策金利を据え置くことを示すとともに、出口政策に関しては準備を怠っていない点を示す意図があったとみられる。

FRB はこれまで、各種オペレーションを用いて金融市場の正常化に尽力してきた。その結果、FRB の資産は 09 年 11 月時点で 2.2 兆ドル規模にまで拡大しており、これはサブプライム危機が発生する以前の約 3 倍の規模になる。しかしこの間、その資産内容は大きく変化しており、現時点では国債やエージェンシー-MBS、エージェンシー債といった中長期の買取資産が大半を占めるようになっている。一方、リーマン・ショック後から 09 年にかけて集中的に行なわれた、金融機関への流動性供給や特定市場への資金供給は徐々に縮小し始めている。なお、国債買入は 09 年 10 月ですでに打ち切ったほか、エージェンシー-MBS やエージェンシー債に関しても 10 年 3 月までに打ち切る姿勢をみせており、FRB が実施してきた一連の金融緩和政策の拡大はほぼ最終コーナーに差し掛かっているといえよう。

今後の政策の流れとしては、まずは様々な信用・流動性供給プログラムの条件を状況に合わせて修正していき、その後、金融緩和政策からの「出口」が展望できた時点で、「当面の間」という時間軸の変更が行なわれることになるだろう。そして、いよいよ利上げという段階に至った場合、問題になるのが大量に積み上がった超過準備の存在である。過剰な流動性が市場に流れ得る状況において、政策金利の引き

上げによって引き締め効果を得ることは難しいであろう。そこでFRBが検討しているのが、超過準備をFRB内に留めつつ利上げを行なう方策であり、そのために準備預金への付利や、ターム物預金ファシリティ、もしくは流動性の調節としてリバース・レポなどが行なわれる見込みとなっている。その際、売り切りオペなどを併用することで、多少の資産調整が行なわれる可能性があるが、市場への影響が懸念される国債やMBSといった中長期資産を本格的に売却するのは、出口政策がほぼ完了する段階になってからであろう（満期保有という可能性も考えられる）。いずれにしろ、SRIでは、当面は失業率の高止まりが続くこと、インフレ圧力が限定的であることなどから、FRBが実際に利上げを開始するのは11年に入ってからになるとみている。但し、資産インフレや景気回復期待により、インフレ期待が上昇し始めた場合などは、10年後半にも予防的な利上げが行なわれるリスクは残されているとみている。

上振れ・下振れのリスク要因

以上の見通しに対するリスク要因としては、アップ・サイドに関しては、過剰流動性を背景にした金融資産の上昇が、資産効果を通して消費の回復ペースを速めること、削減しすぎた供給能力（設備や労働力）がV字回復すること、住宅価格の下げ止まりにより住宅のペントアップ需要が誘発されること、新産業創出などイノベーションにより大規模な需要が喚起されることなど、一方、ダウン・サイドに関しては、資産インフレが株や住宅のほか、商品市況にまで波及することで、原材料コストの上昇やFRBの早々の利上げを招くこと、オバマ政権の支持率低下により、指導力の低下が顕著になること（残りの任期2年のレームダック化）、政策効果（住宅対策など）剥落の影響が想定以上に顕在化すること、商業用不動産問題の拡大や中小金融機関の破綻増加が、中小企業の経営や雇用に悪影響を及ぼすこと、景気悪化により不良債権問題が再発すること、追加の大型景気対策により財政リスクが台頭することなどには注意が必要となる。

米国経済予測 総括表

	2008				2009				2010				2008	2009	2010
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	0.7	1.5	2.7	5.4	6.4	0.7	3.5	3.0	2.9	2.7	2.3	2.1	0.4	2.4	2.6
(前年同期比)	2.0	1.6	0.0	1.9	3.3	3.8	2.3	0.2	2.2	3.0	2.7	2.5			
個人消費	0.6	0.1	3.5	3.1	0.6	0.9	3.4	0.5	1.0	1.2	1.7	2.0	0.2	0.6	1.3
設備投資	1.9	1.4	6.1	19.4	39.2	9.6	2.5	0.8	1.1	1.6	1.9	2.1	1.6	17.6	0.1
住宅投資	28.2	15.8	15.9	23.2	38.2	23.2	23.3	29.2	14.4	7.5	6.0	9.7	22.9	19.0	12.4
*在庫	0.3	1.1	0.2	0.2	2.3	1.4	0.9	1.2	0.9	0.8	0.6	0.5	0.3	0.7	0.7
*純輸出	0.4	2.3	0.1	0.2	2.6	1.7	0.6	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	1.2	1.0	0.0
輸出	0.1	12.1	3.6	19.5	29.9	4.1	14.7	8.0	7.0	5.0	4.0	4.8	5.4	10.7	6.5
輸入	2.5	5.0	2.2	16.7	36.4	14.7	16.3	8.7	6.0	3.4	4.5	5.3	3.2	14.7	5.6
政府支出	2.6	3.6	4.8	1.2	2.6	6.7	2.3	5.0	4.2	3.0	1.8	0.4	3.1	2.2	3.4
失業率	4.9	5.4	6.1	6.9	8.1	9.3	9.6	10.3	10.5	10.5	10.4	10.3	-	-	-
雇用者数増減	11.3	15.3	20.8	55.3	69.1	42.8	22.6	14.6	2.7	3.3	8.8	11.1	-	-	-
PCEインデックス 前年比	3.6	3.8	4.3	1.7	0.4	0.2	0.6	0.7	1.1	0.8	0.3	0.3	3.3	0.1	0.6
同 コア 前年比	2.4	2.5	2.6	2.0	1.7	1.6	1.3	1.4	1.3	1.0	0.9	0.9	2.4	1.5	1.0
鉱工業生産	0.2	4.6	9.0	13.0	19.0	10.3	5.6	5.9	4.1	2.7	2.0	1.8	2.2	9.9	3.0
FFレートの標準水準	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	3.65	3.86	3.85	3.21	2.70	3.30	3.50	3.50	3.50	3.50	3.60	3.70	-	-	-

注: 前期比年率(但し、物価指標は前年比、雇用者数は非農業部門の月平均)、在庫、純輸出は寄与度ベース
FFレートは実績は期末値、予測はレンジ、長期金利は10年物国債利回り、実績は期中平均、予測はレンジ中央値
出所: 米商務省、労働省、FRB、Datastream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ものとつ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。

10 年後半の景気回復の持続性にはなお不透明感が

ユーロ圏の 09 年 7-9 月期の実質 GDP (速報値) は前期比 +0.4% (前期: 0.2%) と 08 年 1-3 月期以来、6 四半期ぶりのプラス成長となった。また、前年同期比は 4.1% と 4 四半期連続のマイナスとなったが、前期の同 4.8% からマイナス幅は縮小した。他方、ユーロ加盟国以外も含む EU (欧州連合) 全体の実質 GDP (速報値) も前期比 +0.2% (前年同期比 4.3%) と前期の同 0.3% (同 4.9%) からプラス成長に転じた。

ユーロ圏の国別の実質 GDP 成長率を概観すると、経済規模で第 1 位、第 2 位を占めるドイツとフランスがそれぞれ前期比 +0.7% (前期: 同 +0.4%)、+0.3% (同: +0.3%) と 2 四半期連続のプラス、特にドイツは輸出の回復と在庫投資によって成長率が加速する形となった。今回、速報が発表された 11 カ国のうち、独仏 2 カ国のほかに 2 期連続プラス成長を記録したユーロ加盟国は、ポルトガル、スロバキアの 2 カ国、また当期にプラス成長に転じたのは、ベルギー、イタリア、オランダ、オーストリアの 4 カ国だった。他方、マイナス成長が続いているのは、ギリシャ、スペイン、キプロスの 3 カ国だが、このうち、国内の建設ブームが反転して深刻な景気後退に見舞われているスペインは、前期比 0.3% と前期の同 1.1% から減少幅を縮めたに留まった。このように、ユーロ圏経済は、独仏が景気持ち直しの動きを続けているほか、イタリアなどその他の国でも後退に歯止めがかかり、スペインなど一部の国を除けば持ち直しの動きが広がってきたことが確認された。

足元にかけても、ユーロ圏では企業景況感の改善にみられるように、内外の在庫調整の進展や輸出の回復、自動車買換え促進などの景気対策の効果などが支えとなって、持ち直しの動きが続いている。もっとも、ユーロ圏全体で失業率が 9.7% (09/9) に達するなど雇用情勢の悪化が続いており、家計の慎重姿勢から消費の回復が遅れるとみられること、EU の東方拡大が進むなか、新たな市場として域内企業の投資先、輸出先として重要な役割が期待されてきた中東欧諸国が、ポーランドやスロバキアなど一部の国々を除き、金融危機によって増幅された景気後退からの脱却が遅れていること、この間、金融市場の安定化は進んでいるものの、域内の金融機関の民間部門に対する貸出抑制姿勢が続いていること、EU 委員会は財政赤字拡大の著しい加盟各国に対して 11 年から、仏やスペインについては 10 年から、財政赤字の規模を GDP 比 3% 以内に抑えるため期限を設けて是正に取り組むよう勧告したことなどから、内外で景気対策効果や在庫積み増しの動きが一巡する 10 年後半以降、ユーロ圏経済が民間需要へバトンタッチして、自律的な回復へ向かうかどうか、なお不透明であるといえよう。

以上から、ユーロ圏経済は、10 年半ば頃までは政策効果や循環的な持ち直しを支えに回復の動きを続けるものの、雇用問題や金融問題、さらには財政問題などが足かせとなって、その後は再び低成長を余儀なくされるとの前回までの予測の枠組みを継続する。実質成長率は 09 年 4.0% (前回予測 4.1%)、10 年 +0.5% (同 +0.4%) と予想する。

段階的に出口戦略へ舵を取るも、慎重姿勢を維持

ECB (欧州中央銀行) は 09 年 5 月の定例理事会で政策金利を史上最低の 1.00% にまで引き下げた後、

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。

11月の定例理事会まで6回連続で据え置くとともに、期間1年間の金融機関への無制限レポ（6月、9月の2回実施、次回12月中旬予定）や、600億ユーロ規模のカバード債（7月以降、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）の買入れなどの「非標準的政策」を実施してきた。

ECBは、11月の定例理事会でも現行の政策金利の水準を「引き続き適切である」との判断を踏襲していることや、経済・物価動向に対する評価も「リスクは概ね均衡」で継続したことなどを考慮すると、当面、政策金利を現状水準に据え置くとみられる。一方、いわゆる金融政策の出口戦略に関しては、この先、金融市場の安定化が進むことを考慮すれば、「これまでECBが行ってきた流動性供給策のすべてが必要とされるわけではない」として、速やかにかつ慎重な方法で段階的に流動性供給の縮小や、流動性を吸収することが、中期的なインフレ期待の安定に寄与するとの認識を示した。

今後のECBの金融政策については、ユーロ圏の景気回復の動きが想定されているものの、特に10年については慎重な見通しを維持していること、インフレ動向も実体面、金融面ともに比較的落ち着いた動きを示していることなどから、12月の定例理事会で長期レポの条件などについて検討される予定であるとはいえ、当面は政策金利を現行水準に据え置き、様子見姿勢を継続していくものとみられる。実際、実体経済が回復に向かいつつある一方で、金融機関の民間部門への貸出抑制が続いていることに対し、ECBは主要金融機関へのストレス・テストの結果や直近の貸出動向調査なども踏まえたうえで、金融機関に対してバランスシートの増強などを進めるように要請を続けていることは、金融面の回復の遅れが景気回復を鈍らせるリスクについて、ECBはなお慎重な姿勢を保っていることを示唆しているとみられる。

欧州(ユーロ圏)GDP予測表

(%)

	2008年		2009年		2009年		2010年		08年	09年	10年	
	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	1-6月	7-12月	1-6月				7-12月
実質GDP	(実)	(実)	(実)	(実)		(実)	(予)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)
(前期比)	0.4	1.8	2.5	0.2	0.4	3.5	0.0	0.3	0.0			
(年率)	1.5	7.1	9.6	0.7	1.5	6.8	0.0	0.7	0.1	0.6	4.0	0.5
(前年比)	0.4	1.8	4.9	4.8	4.1	4.9	3.4	0.3	0.4			
*在庫	0.4	0.3	1.1	0.6	---	1.2	0.3	0.2	0.1	0.3	0.0	0.0
個人消費	0.0	0.5	0.1	0.1	---	0.3	0.2	0.3	0.2	0.6	0.4	0.5
固定投資	1.5	3.5	4.8	1.5	---	7.2	3.5	2.0	0.2	0.4	10.6	3.8
政府支出	0.5	0.6	1.0	0.7	---	1.7	2.1	1.4	0.3	2.3	3.4	2.3
*純輸出	0.6	1.2	0.6	0.6	---	0.9	0.2	0.1	0.0	0.0	1.3	0.3
輸出	0.9	7.1	8.2	1.5	---	12.3	3.9	0.4	0.2	0.9	16.0	1.5
輸入	0.3	4.6	6.9	2.9	---	10.5	4.5	0.0	0.1	0.9	13.6	2.3
消費者物価	3.8	2.3	1.0	0.2	0.4	0.6	0.0	1.0	0.7	3.3	0.3	0.9
コア	1.8	1.9	1.6	1.6	1.3	1.6	1.4	1.4	0.8	1.8	1.5	1.1
政策金利	4.25	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	---	---	---
長期金利	4.0-4.7	2.9-4.1	2.9-3.4	3.0-3.7	3.2-3.5	2.9-3.7	3.2-3.7	3.2-3.7	3.0-3.5	---	---	---

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つ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。

09年7-9月期の実質GDP成長率が+8.9%と回復軌道に

中国の09年7-9月期の実質GDP成長率は、前年同期比+8.9%と「保八」(+8%成長維持)を超えて、回復軌道に乗ってきている。但し、09年1-9月期では同+7.7%と「保八」に至らなかったが、実質GDP成長率の需要項目別寄与度をみると、外需が前年同期比3.6%と大きく押し下げたものの、4兆元大型景気対策の効果顕在化に伴い内需(消費・投資)項目が下支えしている。積極的な財政出動、経済活動に必要な中長期貸出の着実な増加など - 景気浮揚策が、非公有制企業の投資・消費意欲を緩やかながらも高めているようだ。また、最近の雇用改善は、就業全体の7割を占める非公有制企業の収益回復基調にあることが反映されていると推察される。一方、供給面でも、鉱工業生産が内陸部の堅調が続いているほか、外需低調の影響大きい沿海部も、国内の経済開発が活発化、持ち直しの動きにある。

内需堅調に外需が10年持ち直し、実質GDP予測を09年+8.4%(不変)、10年+9.3%(上方)

09~10年の中国経済を展望すると、外需は、輸出の減少率鈍化から、10年には低空飛行ながらもプラスに転換し、一方、内需は、4兆元の大規模景気対策の計画を勘案すると、10年に入り、公共投資などの経済効果が緩やかに薄れてくるものの、民間企業の経営改善に伴い設備投資意欲の向上や雇用増などが下支えし、09年10-12月期には実質GDP成長率は、+10.5%に加速、10年には景気の安定成長期待や万博開催により個人消費が底堅く推移、加えて外需の持ち直しもあり、年間では+9%台の成長に高まることが予想される。新光総合研究所(SRI)では、実質GDP成長率の09年予測は前年比+8.4%(09年8月予測：+8.4%)と前回と変わらずも、10年予測は同+9.3%(同：+8.5%)と上方修正した。

10年の実質GDP成長率は、需要項目別寄与度の内訳において、09年と比較し、変化が予想される。各項目の寄与度は、純輸出項目が09年の前年比3.0%から10年に同+0.4%とプラス転換、総資本形成項目が09年の同+7.2%から10年に同+4.8%に低下、最終消費支出項目が09年の同+4.2%、10年に同+4.1%と底堅い推移が想定される。

金融政策は引き続き適度な緩和策の継続が予想され、新規貸出増加額は09年に上半期の異常な水準から正常な水準への調整局面にあり、09年に10兆元弱、10年には7兆元程度が想定される。09年の投機性の強い手形融資が抑制され、中長期融資などは着実に増加し、正常な経済活動に資金配分されていこう。財政政策も「積極的」と変わらないものの、支出の伸び率は10年に+2割程度に鈍化しよう。一方、貿易面では09年の厳しい状況から、10年には世界景気的最悪期から緩やかな持ち直しに伴い、世界輸入実物量(中国除く、IMF予測+2%など)や貿易政策・人民元の見通しなどを勘案すると、中国の輸出は09年の同20%弱から10年には同+7~9%程度の伸び率が予想される。また、最近の雇用情勢をみると、新規就業増加数の09年政府目標が900万人から1,100万人に上方修正との政府要人の発言があったが、これは雇用の受け皿が大きい非公有制企業(民間企業)の経営財務が改善方向にあることを示唆しており、政府主導から民間企業の設備投資意欲と雇用が改善するなど、徐々に自律的回復へ移行していくと予想される。

一方、人民元レートが昨年後半以降、対米ドルでほぼ固定化、米ドルが対他国の通貨で下落しているため、人民元の実効為替レートが下落していることが推定され、人民元レートの過小評価が高まり、ホ

ットマネーが流入しているようだ。香港の人民元先物市場(NDF)で、1年物で9月に入り、再び元高の動きがみられ、10年には現物市場も再び元高が緩やかに進展する可能性が高い。

企業利潤は足元、減益幅が縮小方向にあり、10年には増益に転じると予想される。物価動向をみると、供給過剰・需要不足に伴うデフレ圧力が緩和方向にある。確かに、09年1-9月期のGDPデフレーターは前年同期比 3.0%とマイナス傾向が継続しているものの、7-9月期に同 2.5%と下落幅が小幅化している。アジア金融危機時に、中国は98、99年の2年間、GDPデフレーターが前年比 1.0%、1.4%と連続マイナスを記録している。今回の国際金融危機は、アジア金融危機と比較できない大きな悪影響を受けており、中国のGDPデフレーターは09年で前年比 3.0%程度、10年も同 1.0%程度と2年連続のマイナスが予想されるものの、減少幅が縮小することが予想され、企業利潤の改善にもプラスに作用しよう。

中国は世界各国に先行して景気回復に転じたものの、「出口戦略」については、11月15日に発表されたAPECでの首脳宣言のとおり、引き続き、持続的な景気回復が確保されるまで、「出口戦略」に動き出すことはないと考えられる。

一方、注目の資産バブル、特に不動産バブル懸念が浮上している。積極的な財政出動と金融緩和策に伴い景気を持ち直しが速く目標の+8%成長維持も見えてきているものの、負の作用も不動産市場に顕在化しており、都市の一部で不動産価格の上昇が看過できない状況になってきている。不動産開発投資は08年下期以降急激に減速、09年初のゼロ成長から09年1-10月累計で前年同期比+18.9%と大幅に増加している。不動産価格は、深センを例にとると、08年末の前年同月比 19%から直近の09年10月には同+19%まで大幅に上昇している。中国の金融当局は、09年下半期に入り、正常な貸出に早くも舵を切り、貸出額の抑制(特に不動産融資など)、特に手形融資の減少、貸出金利(借り手別に異なり、上限金利規定が廃止済み)の基準金利上乘せの割合上昇などの対応策を講じており、日本、欧米の不動産バブル崩壊の教訓を活かし、中国の不動産バブル崩壊は回避されよう。

[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	35.0	17.2	15.0	2,220	1.0	6.830	10.6
10 SRI予想	9.3	16.0	21.5	7.8	8.3	2,340	1.5	6.725	12.3

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(09/11時点)

[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	7.2	19.2	4.0	20.3	0.2
	Q3(実績)	8.9	8.7	22.3	5.0	22.0	0.5
	Q4	10.5	9.2	19.1	2.0	19.0	0.0
10 SRI予想	Q1	10.8	8.9	15.6	0.0	15.4	0.2
	Q2	9.0	8.2	11.8	0.3	11.7	0.2
	Q3	8.8	8.2	10.7	0.5	10.7	0.0
	Q4	8.5	8.5	9.5	0.8	9.5	0.0
09 SRI予想		8.4	8.4	17.1	3.0	17.3	0.3
10 SRI予想		9.3	8.4	11.9	0.4	11.6	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-Q3)、純輸出(09/Q2-Q3)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(09/11時点)

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

ドル安を警戒する FRB 議長、狭まるドル売りのノリシロ

09年のドル円相場は1/21にドル安値87.13円を付けて反発上昇し、4/6にドル高値101.44円に達したものの、その後はドルの上値の重い展開となってドル安円高が続いた。10/7には88.01円を付けるなどドル安地合いが続いている。背景に、米国の低金利をテコにしたドル・キャリートレードによるドル売りがドル円にも波及する形となったようだ。

相場水準としては、8月に散見された外人投資家による日本株買いが円買い、円高をもたらしたことで、7/10のドル安値92.54円（引け値ベース）が目先のドル戻りの節目と意識される。足元は、再びドル・キャリートレードが活発化の動きを見せており、このことでバーナンキFRB議長が警戒するまでに至っている。ちなみに、通貨政策への言及は本来、米財務省の領域ながらFRB議長がコメントするのは異例で、米国の通貨政策に変化の兆しが窺える。

こうした中、10年にかけての相場見通しではドル・キャリートレードの動向が焦点となるとみている。まず、最近、活発化するドル・キャリートレードの背景だが、これは10月にFRBのゼロ金利、信用緩和策の出口戦略に焦点が当たったことの影響があるとみている。11月に入り、FOMC（3～4日）声明文では米国景気は回復継続と指摘されたものの、金利が長期に渡って異例の低水準を維持するなど出口戦略への言及がなされなかったことが大きい。また、11/6～7のG20財務相・中央銀行総裁会議において、景気刺激策の継続で合意がなされたことも響いたとみている。

短期的には、年末にかけて米法人による決算を睨んだ利益送金による資金の米国への還流がドル高に作用することを想定している。ここは、ドル・キャリートレードとの綱引きとなろう。ただ、このところはドルのショート・ポジションの蓄積などから、短期的にドルの戻りが優勢となると予想する。節目の92円半ばを抜ければ95円程度までの戻りを可能性として想定している。

中期的には、年明けが視野に入る頃より再びドル・キャリートレードが強まるとみている。世界的な過剰流動性下において米国の超低金利が継続するとの市場の期待がそうした動きを後押ししよう。もっとも、これまでのドル・キャリートレードに伴うリスク資産投資の結果、各資産市場の相場水準は先行きの世界景気回復を相当織り込んできているのではないかとみれば、留意が必要な場面ともいえる。

基本的には、早晚、キャリーの巻き戻しがドルの戻りとして働くことを10年の相場展開として想定している。このシナリオには、米国の利上げ リスク回避の2つの経路が考えられるのではないかとみている。ただ、10年中には事前に織り込んでいく場面があるのではないかとみている。今次局面では リスク回避に伴うキャリーの巻き戻しがリスク・シナリオとして留意すべき事象とみる。メイン・シナリオは、米国のファンダメンタルズは緩やかながらも年央にかけて堅調維持、その後は鈍化しても新興国の景気堅調が持続することで世界景気の落ち込みは回避されるとのシナリオが市場の期待するところであろう。だが、金融危機が再発すればリスク回避のドル高が前倒しとなるからだ。

現状ではドル売り地合いの継続を想定するも、キャリーの巻き戻しによるドルの戻りが10年の相場テーマとみる。ドル円相場は84～98円/ドル、ユーロドル相場は1.40～1.55ドル/ユーロ、年前半中にドル安場面を、それ以降はドルの戻りを予想する。

原油見通し

リスク許容度を背景にした投資マネーの変化に注目

原油市況（WTI 先物・期近）は夏場以降、1 バレル 60～70 ドルのレンジ内の動きであったが、10 月に入り上昇テンポを速め、10/21 には 81.37 ドルと昨年 10 月上旬以来の 80 ドル台を記録した後、足元にかけても 70 ドル台後半の高水準で推移している。また、金相場（NY 金先物・期近）も 9 月上旬に史上初めて 1 オンス 1000 ドル台乗せを達成、その後も上昇を続け 11/9 には 1100 ドル台を突破、最高値を更新している。

このように原油や金などの国際商品市況が堅調である背景としては、中国やインドをはじめとする新興国の景気回復が顕著となってきたことや、市場にドル余剰（ドル安）観測が広がっていることなど、強気の需給見通しやドル安回避の動きがあるとはいえ、なによりも投資マネーの動き、特に投資家のリスク許容度（ないしは選好度）によるところが大きいことが挙げられる。実際、主要国の中央銀行による金融緩和が長期化するなかで、端的にいえば米国株式市場の動向に連動したリスク選好の変化に沿う形で、投資資金が国際商品市況やユーロ、豪ドルなど外国為替市場などへ流入するという大枠がみとれる。

こうしたなか、当面の原油市況の見通しとしては、世界景気の景気回復期待と金融緩和の長期化見通しを背景に底堅い動きが続くものとみている。先行した新興国に加え、米国も 09 年 7-9 月期に実質 GDP がプラス成長に転じるなど、全体として回復に向かいつつあり、需要面からみると大幅な調整を強いられる可能性は小さいとみられる。実際、IEA（国際エネルギー機関）の最新予測では、10 年の原油需要は、OECD 全体で前年比 +0.9%（うち北米は同 +0.9%）である一方、非 OECD 諸国では中国が同 +3.6%、全体でも同 +3.6%と伸び率は先進国を上回る予想が示されている。

問題は投資マネーの動きである。その動向を占う上でポイントとなる米国の景気動向、さらには金融当局の出口戦略に対する予想の変化次第によっては、投資マネーの流れに変化が生じる可能性があるということも指摘できよう。例えば、米 FRB による低金利・信用緩和政策が長期化するとの見通しのもとで進められているドル・キャリー取引などを背景とした原油市況の上昇は、FRB が早期に出口戦略に踏み切るとの観測が高まるにつれて、一転して巻き戻しの動きが発生してこよう。他方、需給を超えた原油価格の高騰となった場合、先進国はもとより、原油を輸入に依存する新興国の景気回復を抑制するリスクが高まり、需給見通しの変化を通じて原油高騰に歯止めを掛けることになる。

いずれにしても、原油市況は投資マネーの動きに振り回されながらも、需要動向に見合った動きで推移していくのではないかと。

【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/>