

## 日本経済は海外景気を支えに回復継続

- **日本経済**の**実質 GDP 成長率**予測は、09年度 2.1%(前回予測：2.5%)、10年度が+1.9%(同+1.4%)、今回新たに予測した11年度は+2.0%となった。今後の成長経路については、内外の在庫調整が進展してきたことに伴い、循環的な回復モメンタムは次第に一服していく、雇用・所得環境が厳しさを残すなか、エコカー購入助成などによる耐久財への需要喚起が次第に薄れていく、企業の設備や雇用に対する過剰感は依然として根強く、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、民間需要の自律的回復力が強まっていく状況は期待しづらいなどから、09年末までに比べれば回復のテンポは緩やかなものになっていくと考えている。ただし、回復の動きを強めていた中国に続き、世界経済の牽引役である米国経済の持ち直しが明確になってきているため、輸出の増加基調が崩れる可能性は小さいことや、最終需要が安定するもでは生産調整が強まっていくという状況は想定しづらい。こうした点から、予測期間を通じて、日本経済は持ち直しの動きが継続する可能性が高いと判断している。【日本予測表：5ページ】
- **米国経済**は、09年10-12月期の実質GDPが年率+5.7%となるなど、厳しい景気後退局面から脱しつつある。今後、10年前半までは在庫復元の動きが成長率を高める、10年末にかけては在庫積み増しペースが鈍化することで成長率は鈍化、その間も個人消費や設備投資といった民間最終需要は着実に持ち直しの動きを続け、11年は後半に向け徐々に成長率が上向いていくといった流れを想定している。米国景気は二番底リスクを回避し、民需主導の自律的な回復に向け、着実に足場を固めていくこととなろう。実質GDP成長率は10年が+3.3%(前回予測：+2.6%)、11年は+3.0%を予想する。【米国予測表：8ページ】
- **欧州経済(ユーロ圏)**は、10年半ばにかけて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などの抑制要因が残ることに加え、11年には主要国が財政再建へ動き出すため、輸出の下支えが期待されるとはいえ、内需への波及は限られて、約1%程度とみられる潜在成長率を上回るには至らないと予測する。実質成長率は10年が+0.9%(前回予測：+0.5%)、11年は+0.8%と予想する。【欧州予測表：10ページ】
- **中国経済**は、大型景気対策と金融緩和の効果の顕在化によって、V字型の景気回復を達成した。『十一五』(06~10年の5ヵ年計画)の最終年度である10年および11年は、政府の経済社会目標・政策方針とその実効性などを勘案し、実質GDP成長率は10年予測が+10.2%(前回予測：+9.3%)と上方修正し、『十二五』(11~15年の5ヵ年計画)の初年度となる11年は5ヵ年計画の成長率パターンなどを考慮し、同+9.3%と予想した。なお、人民元レートについては、中国政府は引き続き内需主導型成長への転換を図りながらも、年央ごろまではホットマネー流入を招く人民元高を容認しないと考えられる。景気過熱や不動産バブルが沈静化してくる10年後半に、元高の動きが高まってくると予想される。【中国予測表：12ページ】
- **新興国経済(インド、ブラジル)**では、インド経済は内外需の回復を背景に10/11年度、11/12年度とも8%台の高成長となるなか、政策課題であるインフレ抑制や財政赤字にどのように取り組むのかが焦点に。一方、ブラジル経済は10年に潜在成長率上回る5%台成長が予想され、こちらも景気過熱によるインフレ期待抑制がカギとなると予想した。【インド、ブラジル予測表：15ページ】
- **為替相場**は、10年のドル円相場は88~102円を予想、円高から円安への動きを想定している。ユーロドルは1.25~1.45ドルを予想、ユーロの調整継続を想定している。基本的に、ポスト・ドルキャリートレードの相場局面と捉えている。これらは資金フローの正常化への過程であり、11年も継続するものと予想している。
- **原油市況**は、世界景気の回復期待と金融緩和の長期化見通しを背景に底堅い展開をみせるものとみている。先行した新興国に加え、米国も景気の二番底懸念が大きく後退するなど、需要面からのサポートが期待される。10年から11年にかけての原油価格は、需要の回復に沿う形で徐々に下値を切り上げながら、緩やかに上昇する動きが続くと予想する。

## 日本経済

### 輸出主導の回復続くも、内需低迷・デフレが重石となる日本経済

09年10-12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うとともに、新たに2011年度の予測を行った(前回予測は09年12月10日)。その結果、実質GDP成長率は09年度2.1%(前回予測:同2.5%)、10年度+1.9%(同+1.4%)、11年度+2.0%となった。前回予測に比べると、09年度、10年度ともに上方修正である。主な上方修正の背景は、09年度については、09年10-12月期の実質GDP成長率が前回予測時点の想定を上回ったことによるものであり、10年度については、09年10-12月期GDPの上振れにより、前回予測時点に比べて10年度に対するゲタ(前期比横這いが続いた場合の成長率)が上方修正されたことに伴う技術的な要因とともに、米国など海外経済見通しの上方修正を反映したものである。

09年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.6%と3四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、海外経済の持ち直しの動きに伴い、輸出が高めの伸びを続けている、耐久財消費が堅調さを維持するなど、前政権の景気対策による需要下支えの動きが継続している、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輸出の増加や景気対策の効果に支えられている面が強いものの、これらの要因が生産の増加や企業収益の改善を促し、設備投資の調整が進展するなど、回復の動きが内需にも次第に波及し始めつつあるといえよう。

当面の日本経済については、内外の在庫調整が進展してきたことに伴い、循環的な回復モメンタムは次第に一服していく、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、設備投資や雇用の調整が進展してきているものの、企業の設備や雇用に対する過剰感は依然として根強く、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、民間需要の自律的回復力が強まっていく状況は期待しづらい などから、09年10-12月期までに比べれば、回復のテンポは緩やかなものになっていくと考えている。ただし、大規模な財政・金融政策の結果、先んじて回復の動きを強めていた中国経済に続き、世界経済の牽引役ともいべき米国経済の持ち直しが明確になってきているため、輸出の増加基調が崩れる可能性は小さく、最終需要が安定するもとの、在庫が低位に抑制されていることから、生産調整が強まっていくという状況は想定しづらい。こうした輸出や生産の増加に企業のコスト削減努力が相俟って、企業収益は想定よりも順調に改善しており、上記のように、当面の回復ペースは緩慢なものであるとしても、回復の動きが途切れるリスクは小さい。こうした点から、予測期間を通じて、日本経済は持ち直しの動きが継続する可能性が高いと判断している。

このように、SRIでは11年度にかけて日本経済の持ち直しの動きが継続すると想定している。11年度については、米国経済が雇用増加を伴う回復軌道を辿り、新興国が相対的に高めの成長を維持するなか、輸出主導で生産水準が徐々に切り上がり、企業の慎重姿勢も次第に和らいでいくもとの、設備投資

については回復の動きがより明確になっていくとみている。他方、こうした輸出主導の回復が家計へと波及していく動きは引き続き緩慢なものとなる可能性が高いと判断している。海外経済の成長を享受できる大企業、とりわけ製造業に対し、雇用の大半を占める中小企業、非製造業は国内需要の低迷や交易条件の悪化(世界経済の成長に伴う川上価格の上昇圧力と販売価格のデフレ)などが重石となっており、収益力や生産性が低迷していることから、賃金を引き上げる余力に乏しい。相対的に良好な収益環境にある大企業についても、グローバル化や新興国の台頭に伴う企業間競争が厳しさを増すなかであって、固定費である賃金を抑制する姿勢は容易に解消されないとみられる。鳩山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、11年度の家計所得は下支えされるものとみられるが、賃金の持続的な増加が期待しづらい状況下では、個人消費の伸び悩みが続く可能性が高い。また、大幅な需給ギャップが残存することや賃金の伸び悩み、インフレ期待の低迷などから、消費者物価の下落傾向が続く可能性が高く、予測期間中、安定的に消費者物価がプラスに転じるという意味での、デフレ脱却には至らないとみられる。

以上のように、11年度にかけての日本経済は、全体としては輸出主導で持ち直しの動きが継続するものの、内需低迷やデフレが重石となり、外需と内需、大企業と中小企業、企業部門と家計部門では回復の動きに濃淡が表れやすいという姿を想定した。02年春からの前回の回復局面と同様、今回の回復の牽引役も、海外経済の成長を享受できる大企業・製造業となる一方、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。資源に乏しく、人口減少下にある日本が成長するためには、外需の取り込みが不可欠であり、問題は、外需を取り込む力の強化とそれによって得られた所得をいかに国内の成長に結び付けていくかという点にある。政府には、所得再配分機能の強化とともに、規制緩和や減税、成長著しいアジア需要の取り込みなどを通じて、企業活動を支援するとともに、成長期待を高めたり、将来不安を緩和させたりすることで、企業や家計の支出を促すような施策を期待したいところであり、この点、6月をメドに取りまとめられる新成長戦略の内容とともに、そうした戦略を実行に移す政治的リーダーシップを発揮することができるかどうかという点に、注目しておきたい。

### 上振れ、下振れ要因に引き続き留意

11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、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、米国経済の動向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、何らかのきっかけで景気が悪化した場合には、不良債権問題が再燃するリスク、中国における過熱抑制策の行方、欧州のソブリンリスクがギリシャからポルトガル、スペインなど他国へと本格的に連鎖するリスク、出口政策の進展に伴う、投資家のリスク許容度の変化やマネーフローの変調、各国雇用情勢の改善が遅れるなか、選挙を控える国々で、ポピュリズム的な姿勢が強まり、貿易摩擦や保護主義的な動きを招来したり、過度に経済活動を抑制するような規制強化策が打ち出されたりする可能性、円高の進展や政策による国

内生産コストの増大を嫌って、需要が見込める海外での投資に注力する結果、輸出の増加が設備投資や雇用などへ想定ほど波及しないリスクなどに注意が必要と考えている。とりわけ、日本経済を左右する大きな要因は海外経済・金融市場の動向であるため、こうした動きや各国政策当局の舵取りに注意を払いつつ、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、10年度については、09年度2次補正ならびに10年度予算・税制改正の影響を織り込み、追加の対策は現時点では具体的に想定していない。11年度はマニフェストに沿って、子ども手当の全額支給などを想定、金融政策では、無担保コール0/N物レートの誘導水準は11年度末にかけて0.10%を維持。具体的に追加の緩和策が実施されるとは想定していないが、円高の進行など追加的なデフレ圧力が強まる場合には、新型オペの拡充で対応するとみられる。

日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2009年度				2010年度				2011年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (予)	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)				
名目GDP	0.1	0.5	0.2	0.7	0.7	0.1	0.2	0.5	0.4	0.2	0.7	0.8	4.2	3.9	0.1	0.8
実質GDP	1.3	0.0	1.1	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6	0.7	3.7	2.1	1.9	2.0
(前期比年率)	5.2	0.0	4.6	2.0	1.5	1.7	1.2	1.5	2.0	2.3	2.4	2.7				
*国内需要	0.5	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4	0.5	2.5	2.5	1.0	1.3
*民間需要	0.8	0.3	0.5	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.4	0.4	0.4	0.5	2.3	3.1	1.3	1.4
民間最終消費支出	1.1	0.6	0.7	0.2	0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	1.8	0.5	1.1	0.8
民間住宅	9.4	7.8	3.4	3.6	3.2	2.2	1.4	0.9	0.6	0.6	0.8	1.2	3.7	18.1	4.7	3.7
民間企業設備	4.2	2.5	1.0	1.4	1.2	0.9	0.6	0.9	1.3	1.5	2.2	2.5	6.8	15.4	3.5	5.6
*民間在庫品増加	0.6	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.4	0.1	0.1
*公的需要	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.6	0.3	0.1
政府最終消費支出	0.3	0.1	0.8	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	2.0	1.0	0.6
公的固定資本形成	6.4	1.6	1.6	4.5	3.5	3.0	2.5	2.0	1.5	1.5	1.0	1.0	6.6	5.9	11.6	6.5
*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	0.0
*財貨・サービスの純輸出	1.8	0.3	0.5	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	1.2	0.3	0.9	0.7
財貨・サービスの輸出	9.2	8.4	5.0	4.0	2.3	1.7	1.4	1.9	2.3	2.6	2.8	3.0	10.4	10.6	12.7	9.3
財貨・サービスの輸入	3.9	5.4	1.3	2.4	1.6	1.2	0.5	0.4	1.5	1.7	1.9	2.1	4.2	12.1	6.7	5.2
GDPデフレーター	0.6	0.6	3.0	2.5	2.2	2.1	1.4	1.4	1.3	1.3	1.0	1.0	0.5	1.8	1.8	1.2

注: \*の項目は寄与度、GDPデフレーターは前年同期比  
出所:内閣府「四半期別GDP速報」を基にSRI作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2009年度				2010年度				2011年度				2008年度 (実)	2009年度 (予)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (予)	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)				
鉱工業生産	27.8	20.1	5.4	25.2	16.9	9.7	5.5	3.1	2.8	3.0	3.9	5.0	12.7	9.8	8.5	3.7
(前期比)	8.3	7.4	4.5	3.0	1.1	0.8	0.5	0.7	0.8	1.0	1.4	1.7				
国内企業物価	5.5	8.3	5.2	1.7	0.0	0.5	0.8	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	3.1	5.2	0.5	0.8
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.4	1.7	1.5	0.9	0.8	0.4	0.3	0.4	0.2	1.2	1.7	1.2	0.3
完全失業率(%)	5.2	5.5	5.1	5.2	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	4.9	4.8	4.7	4.1	5.3	5.1	4.8
名目雇用者報酬	4.6	3.8	4.5	2.3	0.5	0.6	0.6	0.8	0.7	0.5	0.3	0.0	0.3	3.9	0.6	0.4
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	82.5	83.0	83.3	83.9	84.5	85.0	85.4	85.7	86.8	103.9	77.2	83.6	85.7
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	4.2	2.8	4.0	3.6	4.9	3.4	4.7	3.9	5.2	12.3	14.9	15.3	17.3
政策金利(無担保コールO/N物)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10				
長期金利	1.45	1.34	1.31	1.30	1.40	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

### 自律的回復へ向け足場を固める米国景気

米国の09年10-12月期実質GDPは、前期比年率+5.7%の大幅なプラスとなり、先般の経済危機による深い景気後退局面からの脱出を印象付ける結果となった。確かに、在庫の寄与度が同+3.4%pに達するなど、一時的な循環要因によって押し上げられた点は否めないものの、在庫を除く最終需要ベースでも、改善傾向が続いていることが確認されている。特に、個人消費は09年夏に実施された新車購入支援策(Cash for Clunkers)による押し上げ効果の剥落が懸念されてきたが、実際は自動車を中心とする耐久財の落ち込みをサービスや非耐久財がカバーする形で、全体としては底堅さが維持されている。また、設備投資も商業用不動産問題が燻る構築物には依然として厳しさが残るものの、大宗を占める機器・ソフトウェアは大幅増となっており、設備投資全体では改善傾向を示している。また、新興諸国向けを中心に輸出の増勢も強く、ここ数四半期に限っていえば、輸出が景気回復のサブ・エンジンとなっていることが分かる。もっとも、この先10年に関しては、GDP全体の成長モメンタムは年末に向け徐々に低下していく見通しである。その鍵を握っているのは在庫の動きであり、10年前半辺りまでは急速に圧縮した在庫を復元する動きが成長率を押し上げるものの、その後は、在庫積み増しペースが鈍化することで、成長率を押し下げる力が働き出すこととなる。

在庫要因によりGDP成長率が上下するとはいえ、最終需要自体は持ち直しの動きが維持され、自律的回復への基盤は11年に向け着実に形成されていくこととなる。その理由として、まず、個人消費が実際に2四半期連続で持ち直している点が注目されよう。当初、米国の消費は家計部門と金融部門のバランスシート調整により、しばらくは低迷を余儀なくされるという見方が多かった。しかし、株価上昇や住宅価格の下げ止まりなどによって純資産の目減りに歯止めが掛かると、同時に家計の貯蓄率上昇にも歯止めが掛かってきており、債務返済圧力が消費を抑制しているようには感じられない状況になってきている。また、金融機関の信用動向と消費の関係を振り返ると、概して信用は消費に遅行して回復する傾向にあり、信用が消費回復の必要条件にはなっていないことが分かる。その他、未曾有の経済危機に直面して減らし過ぎた消費の反動、もしくは巡航速度への回帰といった動きも影響しているとみられ、人口が毎年約1%伸び続ける米国ならではのダイナミズムも考慮すべきなのかもしれない。最近では、雇用・所得環境が徐々に持ち直しつつある点も、消費の下支え要因になっていると考えられよう。

問題は、こうした消費を中心とした需要の持ち直しが雇用創出へと波及し、より自律的かつ持続的な景気回復につながっていくかにある。この点、雇用者数や労働分配率の推移をみると、企業が今回の危機に直面し、かつてないほどの迅速なペースで労働コストの削減に取り組んだことが分かる。加えて、労働生産性の伸びがかなり高まっていることは、企業が需要見合いの適正水準以上に雇用を削減した可能性を示唆するものとして注目されよう。とすれば、雇用は景気回復とともに、意外と早いタイミングで増加してくる可能性が考えられ、実際、雇用の中核を占めるサービス部門、特に中小企業における雇用はすでに増加に転じてきている。こうした米国の労働市場の柔軟性は、景気の振幅を大きくする一方で、回復への素地を早期に形成するという特徴があるといえるのかもしれない。

その他、リーマン・ショック直後と現在を比較すると、金融市場を中心に多くの点で改善がみられ、

実体経済への下押し圧力が解消されてきている。例えば、金融機関による市場からの資金調達や資金取引はほぼ滞りなく行なわれるようになってきており、FRBは10年2月をもって流動性プログラムの大半を終了している。また、09年に行なわれたストレス・テストの結果、大手金融機関は市場からの資本調達に成功。このことは、当局が大手金融機関は潰さないという公的資金注入の仕組みを提示することで、市場の不信感が大きく緩和されたことを意味しよう。加えて、大型の財政支出についても、現時点でその効果を判別することはなかなか難しいものの、例えば、負のスパイラルの起点となる住宅市場の悪化に歯止めを掛けることができた意味は大きいといえるのではないかと。そして、以上のような迅速な政策出動などにより、米国社会全体としての成長期待がバブル崩壊後に大きく下方屈折しなかったという可能性も指摘できよう。この点については、消費者マインドや企業景況感などがすでに底打ちしていることから確認されるほか、実体経済の動きとしても、例えば、家計が雇用情勢の悪化とともに所得見通しに対して大きく悲観的になってしまったとすれば、先般の減税によって自動車や住宅といった大型消費があそこまで大きく伸びることはなかったであろう。仮に、こうした期待の変化が、景気動向にとって本当に大きな意味を有するとすれば、長期間に渡る景気低迷やデフレの進行、雇用慣習の変化などにより、社会全体の期待感が大きく後退した国と比べ、米国の自律回復はより早期に実現する可能性があると言えるのではないかと。

以上の点を踏まえ、今後の米国経済については、10年前半までは在庫復元の動きが成長率を高めるものの、10年末にかけては在庫積み増しペースが鈍化することで成長率は鈍化、しかし、その間も個人消費や設備投資といった民間最終需要は着実に持ち直しの動きを続け、11年は後半に向け徐々に成長率が上向いていくといった流れを想定している。米国景気は二番底リスクを回避し、民需主導の自律的な回復に向け、着実に足場を固めていくこととなろう。実質GDP成長率は10年が+3.3%（09年11月予測：+2.6%）、11年は+3.0%を予想する。

## 利上げは11年年央辺りを予想

09年後半から足元にかけて、マーケットの利上げ期待は、経済指標の発表などによりやや振れることが多かったが、FRBの政策スタンスはこの間、さほど大きく変化していない。確かに、実体経済の動きに合わせて、景気判断は徐々に上方修正されてきてはいるものの、物価については、「大幅なスラック（需給ギャップ）がコスト圧力を抑制し続け、長期的なインフレ期待も安定している」ことから、「しばらくの間、インフレは抑制された状態が続くであろう」という評価が据え置かれている。この結果、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という3条件を前提に、「当面の間（for an extended period）」は政策金利が現行水準で維持されることとなっている。

今後の見通しとしては、FRBの利上げ開始は11年の年央辺りになるとみている。その理由として、まず失業率の水準が高いことが指摘される。この点、雇用者数は今後、景気回復に合わせて順調に増え始めるとみているが、一方で今後は労働参加率も上昇してくるため、10年内に失業率が明確に低下してくることは難しいとみられる。また、バーナンキ議長を始め、現行のFOMCメンバーはハト派が優勢となっており、どちらかといえばインフレよりも十分な景気回復を見据えた舵取りを行なうのではないかと。

この点、景気との関係でいえば、循環的要素や政策効果が剥落した後、景気回復の自律性が明確になってくるのは11年に入ってからとみられるほか、経験的には、ISM指数の低下局面での利上げはここ最近では例がない。その他、年初の講演でバーナンキ議長は、「資産価格の上昇は金融政策ではなく、行政や規制によって対応すべきである」としており、資産インフレ対策を景気対策に優先させることにあまり前向きではない。10年11月に中間選挙が行なわれるという政治との兼ね合いも考慮すべきであろう。なお、先日のバーナンキ議長の議会証言を参考する限り、出口政策の流れとしては、流動性供給・資産買入プログラムの終了、時間軸の文言変更、流動性吸収プログラムの拡大、準備預金への付利金利の引き上げ、バランスシートの縮小（資産売却）が標準的な流れになるとみられる。

### 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を指摘すると、まずアップ・サイドに関しては、過剰流動性を背景にした資産価格の上昇が、消費を中心に資産効果をもたらすこと、成長期待の高まりにより、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、抑制されてきた耐久消費財や住宅などにペントアップ需要が発現すること、信用収縮が解消に向かうこと、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が指摘されよう。

一方、ダウン・サイドに関しては、資産インフレが株や住宅に留まらず商品市況にまで波及することで、原材料コストの高騰やFRBの早々の利上げを招くこと、オバマ政権への支持率が低下し、指導力が低下すること（残りの任期2年間のレームダック化）、また、その際、オバマ政権が過度の金融規制などポピュリズム的な政策に傾斜すること、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、外発的ショックなどにより景気が悪化し、不良債権問題が再燃すること、財政再建シナリオへの信頼が失われ、財政（ソブリン）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

	2009				2010(予)				2011(予)				2009	2010(予)	2011(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	6.4	0.7	2.2	5.7	3.9	3.0	2.7	2.6	2.9	3.2	3.3	3.4	2.4	3.3	3.0
(前年同期比)	3.3	3.8	2.6	0.1	2.8	3.7	3.8	3.1	2.8	2.9	3.0	3.2			
個人消費	0.6	0.9	2.8	2.0	2.2	2.2	2.4	2.5	2.6	2.6	2.7	3.0	0.6	2.1	2.6
設備投資	39.2	9.6	5.9	2.9	3.6	5.5	7.8	8.9	9.6	10.2	10.7	10.8	17.9	2.5	9.3
住宅投資	38.2	23.2	18.9	5.7	11.3	5.5	9.2	2.4	8.9	7.2	5.8	5.3	20.4	4.2	4.9
*在庫	2.3	1.4	0.7	3.3	1.9	1.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.6	1.3	0.1
*純輸出	2.6	1.7	0.8	0.5	0.4	0.4	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	1.1	0.1	0.2
輸出	29.9	4.1	17.8	18.1	9.0	7.5	7.0	6.0	6.5	7.5	8.5	9.0	9.9	10.1	7.1
輸入	36.4	14.7	21.3	10.5	10.3	8.8	6.6	5.3	6.7	7.6	8.9	9.0	14.2	8.8	7.1
政府支出	2.6	6.7	2.7	0.2	1.5	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2	1.3	1.9	1.6	1.3
名目GDP 前期比年率	4.6	0.8	2.6	6.4	5.3	3.3	3.4	3.4	3.8	4.2	4.9	5.1	1.3	4.0	3.9
GDPデフレーター 前年比	2.0	1.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8	1.1	1.3	1.2	0.7	1.0
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.9	9.9	9.8	9.7	9.6	9.4	9.2	9.0	-	-	-
雇用者数増減	75.3	47.8	26.0	10.3	2.6	8.5	15.6	21.5	23.8	26.3	28.1	29.8	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	0.4	0.2	0.7	1.3	2.3	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0	2.2	2.4	0.2	2.4	2.2
同 コア 前年比	1.7	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3	1.5	1.2	1.3
鉱工業生産	19.0	10.4	6.9	7.0	6.2	3.9	2.0	1.7	2.7	4.2	5.2	6.1	9.7	4.1	4.6
FFレート誘導水準	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	0.00-0.25	0.5	1.0	1.5	-	-
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.70	3.60	3.60	3.70	3.80	3.90	4.00	-	-	-

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）、需要項目の下限（\*）、在庫、純輸出は寄与度、雇用者数はセンサス調査による増減を除くベース。  
 FFレートは実績は期末値、予測はレンジで表示、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で表示。  
 出所：米商務省、労働省、FRB、DatastreamよりSR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。

## 欧州経済

### 緩やかな成長が継続も、11年にかけては財政再建が回復を抑制

ユーロ圏の09年10-12月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.1%(前期:+0.4%)と2四半期連続のプラス成長となったものの、前期に比べ増加ペースが鈍化した。ユーロ圏の主要国の間でも回復にばらつきがみられる。まず、ユーロ圏最大の経済規模を占めるドイツは前期比0.0%と横ばいに留まった。09年4-6月期、同7-9月期の実質GDP(前期比)がそれぞれ+0.4%、+0.7%と回復を続けてきたが、09年末にかけては足踏みとなった。主要需要項目では純輸出がプラス寄与となったものの、個人消費、固定資産投資がマイナスとなった。景気対策として実施された自動車買換え促進策が09年9月で終了したことの反動が個人消費に現われたことや、生産の持ち直しや輸出の回復などが続いている一方で、稼働率が低位に留まっているため機械機器投資の低迷が続いていることなどが要因に挙げられる。このほか、前期にプラス成長に転じたイタリアは前期比0.2%と再びマイナス成長となったほか、住宅バブル崩壊後の調整が続く、ユーロ域内で最も厳しい雇用情勢となっているスペインは同0.1%と前期(同0.3%)から減少幅が縮小したものの、6四半期連続のマイナス成長となった。また、財政問題の渦中にあるギリシャは、前期比0.8%と前期の同0.5%からマイナス幅を広げ、5四半期連続のマイナスとなった。他方、フランスは前期比+0.6%と3期連続のプラス成長となった。固定投資の落ち込みや輸入増で純輸出がマイナス寄与となったものの、個人消費と政府消費が堅調に推移したことや在庫変動のプラス寄与などにより、ユーロ圏主要国のなかでは唯一高い成長を記録した。

当面、ユーロ圏経済は循環的な生産の持ち直しの動きと景気対策の効果によって、緩やかな回復が継続するとみている。実際、生産活動については米国やアジアなど海外景気の影響が当初予想に比べ順調な動きとなっており、ユーロ圏の輸出を支えることが期待される。また、ドイツ、フランスなど主要国では10年も所得税減税など景気対策を継続する方針であることから、回復基調は維持されるとみられる。もっとも、雇用の削減ペースは徐々に鈍化してきているものの、失業率がユーロ圏発足後最悪の10%に達するなど、雇用所得環境の回復の遅れによる個人消費の抑制が続く、銀行貸出の低迷長期化など金融問題の解決が遅れており、民間部門の回復の足を引っ張る状況が継続、成長市場として期待された中東欧諸国がポーランドなど一部を除き景気後退から抜け出せていない状況である - などの問題が残っていることから回復ペースは緩やかに留まるとみている。このため、10年後半、循環的な回復や景気対策の効果が一巡してくるなかで、自律的な成長路線へ復帰できるかどうか、不透明である。

11年については、海外景気の影響を背景に輸出がユーロ圏の成長を支える一方で、09年末のEU首脳会議で財政赤字問題を巡って削減勧告を受けた国々は、遅くとも11年から具体的な赤字削減に着手する方針が確認されている。このため、11年以降は財政面から内需を中心に景気が抑制される公算が大きいとみている。

以上から、ユーロ圏経済は10年半ばにかけて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などの抑制要因が残ることに加え、11年には主要国が財政再建へ動き出すため、輸出の下支えが期待されるとはいえ、内需への波及は限られて、約1%程度とみられる潜在成長率を上回るには至らないと予測する。実質成長率は10年が+0.9%(前回予測:+0.5%)、11年は+0.8%と予想する。

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。

## ECB は緊縮財政開始も睨みながら金融緩和姿勢を長期継続

ECB（欧州中央銀行）は09年5月の定例理事会で政策金利を史上最低の1.00%にまで引き下げた後、直近10年2月の定例理事会まで9回連続で据え置く一方、金融危機対応として導入した「非標準的政策」については、長期レポなど一部を段階的に縮小するなど、いわゆる金融政策の出口戦略に踏み出した。

今後のECBの金融政策については、金融当局もユーロ圏の緩やかな景気回復の動きを想定しているものの、10年後半については引き続き慎重な見通しを維持している、インフレ動向も実体面、金融面ともに落ち着いた動きを示しており、現行の政策金利水準は適切であるとの認識を継続しているなどから、当面は政策金利を現行水準に据え置くものとみられる。さらに、財政赤字削減を勧告されている国々は遅くとも11年から財政再建に取り組むことになっており、財政面からの景気抑制効果を金融政策で緩和する必要性も重視されるとみられ、政策金利は11年中も現行水準に据え置かれると予想する。

09年12月のギリシャ国債の格下げをきっかけに金融市場で顕在化したソブリン・リスクについては、財政再建計画を提出したギリシャに対して10年2月中旬のEU首脳会議で支援姿勢が確認されたほか、首脳会議・理事会で計画が承認されたことで、収束に向けての第1ステージは通過したとみられる。今後の焦点は、ギリシャ政府が国民の理解や金融市場の信認を得ながら計画通りに赤字削減を進められるかどうか、同じく財政問題を抱える他の南欧諸国がギリシャ同様のリスクに晒された場合の対応はどうするのか - などであるが、なお予断を許さない状況が続くとみられる。仮に市場から信認が得られず、政府の資金調達に支障をきたすような状況が発生した場合でも、ギリシャ一国であれば、経済規模も限られているため、ユーロへの信認が大きく揺るがされるような事態は回避されよう。しかし、リスクとして、他の南欧諸国、特に経済規模が大きく、民間金融機関が国外からの融資や自ら対外融資を積極的に行っているスペインへこの種の危機が連鎖した場合には、金融危機が広がる可能性が想定され、留意が必要とみている。

### 欧州(ユーロ圏)GDP予測表

	2008年		2009年				2010年		2011年		09年	10年	11年
	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月				
<b>実質GDP</b>	(実)	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)	
(前期比)	1.9	2.5	0.1	0.4	0.1	0.5	0.4	0.4	0.5				
(年率)	7.4	9.5	0.5	1.7	0.4	1.0	0.8	0.7	1.0	4.0	0.9	0.8	
(前年比)	1.8	5.0	4.8	4.0	2.1	0.9	0.9	0.8	0.8				
*在庫	0.3	1.2	0.6	0.5	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	
個人消費	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5	0.2	0.5	
固定投資	4.0	4.9	1.6	0.8	0.7	1.1	0.3	0.2	0.2	10.3	2.3	0.1	
政府支出	0.6	1.0	0.6	0.6	0.7	1.3	0.8	0.2	0.1	2.9	2.3	0.5	
*純輸出	1.2	0.5	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	1.1	0.5	0.3	
輸出	7.2	7.6	1.2	3.1	3.0	4.8	0.9	1.7	4.3	12.1	6.1	0.1	
輸入	4.8	6.5	2.8	3.0	2.8	4.6	0.5	1.4	3.8	10.1	4.9	2.4	
<b>消費者物価</b>	2.3	1.0	0.2	0.4	0.4	1.1	1.3	1.4	1.4	0.3	1.2	1.4	
コア	1.9	1.6	1.6	1.3	1.1	1.2	1.0	1.1	1.2	1.4	1.1	1.2	
<b>政策金利</b>	2.50	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	---	---	---	
<b>長期金利</b>	2.9-4.1	2.9-3.4	3.0-3.7	3.2-3.5	3.1-3.3	3.1-3.6	3.2-3.8	3.1-3.6	3.1-3.6	---	---	---	

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、Datastream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

### 09年10-12月期の実質GDP成長率が+10.7%と景気過熱懸念が浮上

中国の09年10-12月期の実質GDP成長率は、前年同期比+10.7%と上向き、09年の年間では同+8.7%と「保八」(+8%成長維持)を余裕で確保した。ここで留意すべき点は、08年10-12月期~09年1-3月期が景気の底であることから、前年同期比伸び率が高い伸びとなり、実態を把握し難い。新光総合研究所(SRI)で試算した前期比年率(季節調整後)でみると、+10%強と高い成長率が確認され、景気の過熱感が顕在化していると推定される。08年11月に4兆元の大型景気対策(08年末~10年)、09年に「積極的な財政出動、適度以上の金融緩和策」に転換が図られ、その効果が顕在化し、V字型の景気回復を達成した。一方、GDPデフレーターが09年に前年比1.9%と、アジア金融危機以来10年振りにデフレ局面を迎えた。ただし、09年10-12月期にはほぼゼロ近辺(09年4-6月期：前年同期比4%程度)にまで戻り、デフレ解消が進展してきていると推定される。

### 10年1-3月期の的確な政策と実効性が重要、GDP予測を10年+10.2%(上方)、11年+9.3%

『十一五』(06~10年の5ヵ年計画)の最終年度である10年および11年以降の中国経済を展望する上で、10年1月19日に開催された国務院全体会議にて、温家宝首相は、(1)「1-3月期の工作(活動)が本年の経済社会発展の鍵を握る重要な時期との認識の下、マクロ経済情勢分析とマクロコントロールの的確性・有効性を高め、バブル形成が懸念される不動産市場に対しては、打ち出した政策を徹底し、安定的持続的な発展を促進する」との指摘、および(2)「本年は安定的で比較的速い発展の維持と、経済成長方式転換の強化を有機的に統一していく」との強い表明が重要なポイントとなろう。

まず、従来の投資・輸出主導型から消費・投資・輸出協調型成長への転換を図る上で、09年に本格始動した新医療制度改革(国民皆保険に相当)や全国新型農村社会年金制度(09年に全国10%地域で着手、20年に全国カバー計画)・全国年金制度の統一(労働者の勤務先移動による年金積立金の連続性維持)などの社会保障制度の整備、雇用機会拡大・職業訓練強化および所得充実(労働分配率の向上)、全国の都市化・工業化の推進と戸籍制度の緩和による中小都市への人口移動 - など根本的な政策の実施に加えて、「自動車・摩托车・家電・建材・農機下郷」策(農村の普及奨励策)や「自動車・家電以旧换新」策(買い替え奨励策)の実施などの消費奨励策が目立つ。また、広大な中国の交通運輸インフラの整備や都市・農村協調開発の促進、主要な10大産業の調整振興計画(09~11年)による産業構造調整と国際競争力向上の推進、更には、循環型経済社会づくりに向けて打ち出された「2050年中国エネルギーと二酸化炭素排出報告」や環境保護政策など、2020年の「和諧社会」(調和のとれた社会：人と人、人と自然)の実現に向けて、本格始動したことが認識される。10年5月(~10月)に開催予定の上海万博の経済効果も期待される。

新光総合研究所(SRI)では、上記の政府の経済社会目標・政策方針とその実効性などを勘案し、実質GDP成長率の10年予測は前年比+10.2%(09年11月予測：+9.3%)と上方修正し、『十二五』(11~15年の5ヵ年計画)の初年度となる11年予測は5ヵ年計画の成長率パターンなどを考慮し、同+9.3%とした。

中国は世界各国に先行して大型景気対策による内需主導の景気回復に転じ、景気過熱や不動産バブルの懸念が浮上しており、すでに「出口戦略」が漸進的に進行している。一方、中国の10年1月貿易統

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。

計では、金額(ドル)ベースで、輸出が前年同月比+21.0%(春節月ずれに対する季節調整後で同+14.4%)、輸入が同+85.5%(同+61.5%)と、輸出が連続2ヵ月2ケタ増、輸入が連続3ヵ月2ケタ増でV字型の回復の動きとなり、貿易面でも拡大均衡型で中国景気を一層浮揚する方向にある。

中国の今後の金融政策は、前述した景気・物価情勢及び不動産市場の情勢と今後を睨みながら、当面、量的資金の漸進的な吸収と窓口指導を中心に予見性をもってタイムリーに機動的に実施していくと考えられる。足元のカネ余り状況から合理的な資金供給量に調節するために、預金準備率の2ヵ月連続引き上げ(10年1月12日、2月12日に各0.5%p引き上げを発表)が人民銀行から、不動産向けには融資抑制の強化などの「窓口指導」が1月に中国銀行業監督管理委員会から発表されているが、今後、預金準備率の引き上げの継続に加えて、利上げがインフレ動向やインフレ期待感を考慮し、早くて4月に実施されると想定される。

人民元レートの情勢と展望については、貿易黒字や中国への海外直接投資以外の其他要因(ホットマネー流入の可能性)が、実質固定化(08年下半年以降)されている人民元の先高期待を背景に、09年3~11月まで外貨準備の増加額を押し上げている。外貨準備増と人民元の実質固定化に対する不胎化(市場からの人民元資金の回収力)が弱いため、資金余剰の要因にもなっている。したがって、中国政府は引き続き内需主導型成長への転換を図りながらも、年央ごろまでは、「其他要因」の外貨準備増を招く人民元高を容認しないと考えられる。一方、10年1月にASEANとのFTA(自由貿易協定)が発効となり、元の国際化(元決済の普及)の元年になるとみられ、元レートの安定性も視野の1つとなろう。景気過熱や不動産バブルが沈静化してくる10年後半に、元高の動きが高まってくると予想される。

[中国経済の実績と予測総括表]

(単位: %)

(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)
07	13.0	13.0	20.9	25.7	20.8	2,622	4.8	7.604	18.5
08	9.6	15.7	16.6	17.2	18.5	2,940	5.9	6.948	12.9
09	8.7	16.9	32.5	16.0	11.2	1,961	0.7	6.831	11.0
10 SRI予想	10.2	18.0	24.0	21.6	26.3	1,934	3.5	6.764	17.5
11 SRI予想	9.3	17.0	20.0	15.6	16.1	2,166	3.0	6.515	15.0

注: 前年比、人民元は年間平均レート、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(10年2月時点)

[中国の需要項目別実質GDP成長率の予測総括表]

(単位: %)

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推定	Q1	6.2	8.6	4.5	0.2	7.9	1.3
	Q2	7.8	8.4	19.9	5.0	21.0	0.2
	Q3	9.1	9.3	22.2	5.0	21.9	0.5
	Q4	10.8	10.2	24.6	4.5	24.8	0.0
10 SRI予想	Q1	11.5	9.7	18.7	1.0	18.7	0.0
	Q2	10.7	9.7	16.8	0.8	17.0	0.0
	Q3	9.7	9.7	11.2	0.5	11.3	0.0
	Q4	9.6	10.3	11.0	0.5	11.1	0.0
11 SRI予想	Q1	9.2	10.0	11.8	0.5	11.8	0.0
	Q2	9.0	9.8	12.0	0.4	12.1	0.0
	Q3	9.3	9.7	13.0	0.3	13.1	0.0
	Q4	9.3	10.3	13.2	0.3	13.4	0.0
09 SRI推定		8.7	9.2	17.2	3.9	18.9	0.3
10 SRI予想		10.2	9.9	14.4	0.3	14.3	0.0
11 SRI予想		9.3	9.9	12.5	0.3	12.4	0.0

注: 前年(同期)比、\*は寄与度(09年純輸出は統計局公表値)

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(10年2月時点)

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。

## 新興国経済(インド、ブラジル)

### インド経済は、内外需の回復で8%台の高成長に、インフレや財政赤字の抑制が政策課題

**09年10-12月期実質GDP**(2月26日発表)は、景気対策による下支えや海外からの資金流入回復などから、製造業やサービス業の堅調な回復傾向が続いた一方で、72年以來の歴史的な干ばつの影響で農業部門が大幅に下振れたことから、前期の前年比+7.9%から同+6%台に鈍化したとみている。もっとも、10年1-3月期には干ばつの影響はほぼ一巡することから、成長率は8%前後に回復し、09/10年度(10年3月)通年では前年比+7.1%と前年度(+6.7%)から伸びがやや拡大する形となる。他の新興国などとの比較では、急速な資金流出による信用収縮の影響で大幅なマイナス成長となる中東欧・ロシアや、輸出依存度が高く欧米景気の悪化でマイナス成長に陥る国が多いNIEsやASEANなどと対照的な展開となった。これは、豊富な外貨準備や民間債務などのレバレッジが抑制されていたことが資金流出のバッファとなり、金融機能の安定性が大きく損なわれることがなかった、内需中心の経済で輸出の依存度が低かった、財政支出の大幅な拡大が景気下支えに寄与し、特に貧困層の底上げによる消費の回復に寄与したなどの要因が大きく寄与したためである。もっとも、インフレ加速や財政赤字など抱える問題も多く、中期的な安定成長の観点からインド政府の今後の対応が注目される状況だ。

**10/11年度**は、前年までの財政・金融政策の緩和的な状況が修正されることで、景気下支えの効果が弱まっていくとみられるものの、民需の堅調な回復傾向を受けて8.6%程度の高成長となる。財政面では、2月末に10/11年度予算案が発表される。公務員の大幅給与引き上げや農民の債務免除などの負担が一巡する一方、中期的な高成長維持や格差解消の観点からインフラ投資や地方雇用保障プログラムなどは引き続き高水準が維持され、歳出の抑制は緩やかなものになる。そのため、財政赤字の拡大は、税収の回復や国有企業株の売却加速もあり、ピークアウトしていくものの、改善は緩やかなペースとなる。金融政策面では、中銀は景気回復を受けて預金準備率引き上げなど資金吸収に動いており、インフレが加速するなかで、今後は年度末にかけて段階的な利上げが想定されるものの、引き締めペースは前回07~08年に比べれば緩やかなものになるとみている。というのも、インフレ加速の主因である食料品価格の上昇については、国際穀物市況の下落や政府の穀物備蓄放出、輸入拡大発表、冬季作物の作付けが良好な点など騰勢一服の材料が出ている、約7割を輸入に依存する原油価格も投機資金の流入規制などから上値の重い展開が続いているなどから、インフレ率は年央以降鈍化していくとみられるためだ。

一方、民需は09年に続き堅調な回復が想定される。背景には、世界景気の回復や主要国における金融緩和的な状況が当面、続くなかで、相対的に高い経済成長が期待されるインドなどへ資金流入が続く、消費は利上げや財政支出の鈍化が下期以降過熱を抑制するものの、雇用の回復や貸出増加に支えられて回復傾向が続く、設備投資も消費の回復やインフラ需要の高まりなどを受け増加に転じる、輸出は海外景気の回復を受けて、主力のITサービスなど含めて回復基調となるなどが挙げられ、民需を中心に成長が加速するとみている。

**11/12年度**は、輸出は米国など海外景気の回復を受け増加基調が続く、海外からの資金流入も、米国など主要国の金融緩和の修正が進むものの、金利水準は依然低い状況が続くなか、新興国の高成長期待などから総じて堅調な流れが続く、利上げの影響が通年で効いてくることで消費などへの影響が懸念されるものの、政策金利が直近で最も高かった08年後半に比べれば、依然として低い状況が維持

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。

される などから前年に比べてやや伸びは鈍化しつつも、8.0%程度の高成長が維持されるとみている。

**リスク**としては、資金流入の増加や国内の旺盛な需要が想定される一方、中国などに比べて生産など供給力が依然不足していることから、当局の財政・金融政策の引き締めがフォワード・ルッキングで進まない場合、景気過熱とインフレ上昇が進むことやその後の急速な引き締めによる反動が生じる、商品市況の上昇や景気回復による輸入増加などで、経常赤字の拡大や民間の対外債務が増加する一方、証券投資や短期借入れなどのファイナンスに大きく依存した場合、対外的な不安定さが増す、中国の金融引き締めや米国の金融規制強化策、欧州の一部の国におけるソブリン・リスクの高まりなどを巡って、投資家のリスク姿勢が高まりにくい状況が続き、新興国への資金流入が減退する、08年11月のムンバイ同時多発テロなどイスラム過激派によるテロや国内の極左ゲリラによるテロが頻発し治安が悪化すること、パキスタンなどとの緊張が高まることで海外からの投資が減退する などがある。

### ブラジル経済は、潜在成長率上回る5%成長に、景気過熱によるインフレ期待抑制がカギ

ブラジルの 09年10-12月期実質GDP（3月10日発表）は、減税などの景気対策や金利低下、雇用環境の改善などから、消費など内需の回復傾向が続いたほか、輸出も中国などの資源需要加えて、主要国の景気回復により持ち直しの動きが持続し、3期連続で前期比プラス成長を達成したとみられる。09年通年では、前年比0.3%程度のマイナス成長に陥ったとみられるものの、主要国に比べれば景気悪化は抑制された形だ。これは、輸出の依存度が低かったことや豊富な外貨準備が資金流出のバッファとなり、金融機能も安定性を大きく損なうことがなかったこと、景気対策による下支えなどが寄与したためだ。

10年については、景気対策として実施された自動車や家電向けの減税が10年3月で期限切れとなるほか、資本財関連の減税についても6月末で終了するなど景気対策による下支えが年前半で一部剥落することが見込まれる。ただ、10年10月にはブラジル大統領選挙などを控えており、政府は景気下支えの観点から急速な歳出の抑制は採らない方針とみられる。実際、昨年末以降では、企業向けの中長期資金の供給を担う国営銀行のBNDESに対して融資を増額し（総額約9兆円）、貸出の増加を図っているほか、レアル高による輸出産業や雇用への悪影響を抑制するため、為替介入や投機資金への課税を実施している。このほか、中低所得者向け住宅取得支援策（2年間で100万戸供給）の効果も当面、期待される見込みだ。金融政策面からも、ブラジル中銀が政策金利を8.75%で据え置いており、インフレ期待の高まりを受けて今春以降利上げに転じたとしても年後半にかけては銀行貸出などへの下支えが続こう。一方、海外からの資金流入は投資家のリスク姿勢の後退を受けて昨年末以降一服しているものの、グローバル景気や企業業績の回復傾向が続くなかで世界的な金余り状況が続いており、新興国の成長期待やキャリー取引などの観点から、調整一巡後は資金フローも回復傾向になるとみられる。以上を踏まえると、10年については、個人消費は景気対策の剥落の影響はあるものの、雇用所得環境の改善や金融緩和的な状況が当面、継続することなどから堅調な拡大が見込まれるほか、設備投資も消費の拡大や資源関連投資の回復、稼働率の上昇などから回復基調になるとみられる。輸出も米国や中国などの堅調な成長が見込まれるほか、商品市況も実需に支えられてギリ高を想定しており、ブラジルの輸出はその恩恵を受けよう。10年の経済成長率は前年比+5.3%程度と潜在成長率（4%台）を上回る堅調な成長を想定し

ている。

11年についても、海外経済の回復や資源需要の高まりを受けた輸出の拡大、国営石油大手ペトロbrasの深海油田開発や鉄鉱石など資源関連投資の増加、14年サッカー・ワールドカップ開催を控えてのインフラ投資の増加期待、雇用・所得環境の改善を受けた消費の拡大などから、堅調な成長が続くとみている。ただ、ブラジル中銀が10年春から段階的な利上げを行っていくことで景気への影響が出てくる、海外景気も堅調な拡大が続きつつも、伸びがやや鈍化することでブラジルの輸出の伸びも鈍化するなどから、成長率は前年の+5.3%から同+4.6%程度に鈍化するとみている。

リスクとしては、中国の金融引き締めが想定以上に進むことで中国の資源需要減退や商品市況の下落でブラジルの輸出や投資が鈍化する、中国の金融引き締めや米国の金融規制など不透明要因が尾を引き、投資家のリスク姿勢が高まらないなか、資金フローが回復しない状況が継続する、資金流入の増加や海外景気の回復、内外の金融緩和状況の継続などから、ブラジルの景気が過熱し、インフレ期待が上昇することで、中銀がタカ派的なスタンスを強め、11年以降の景気減速が大きくなる、10年10月の選挙で成立する新政権が政策を大きく変更し、海外からの投資資金が減退する などがある。

[インド経済の予測総括表]

	05/06年度	06/07年度	07/08年度	08/09年度	09/10年度(予)	10/11年度(予)	11/12年度(予)
実質GDP成長率(%)	9.5	9.7	9.2	6.7	7.1	8.6	8.0
農林漁業	5.2	3.7	4.7	1.6	1.3	3.9	3.5
産業	9.3	12.7	9.5	3.9	8.4	9.5	8.6
サービス業	11.1	10.2	10.5	9.8	8.9	9.4	8.9
鉱工業生産(%)	8.2	11.5	8.5	2.7	8.9	9.8	9.3
輸出(億ドル)	1031	1264	1629	1853	1597	1985	2252
輸入(億ドル)	1492	1857	2514	3037	2422	3109	3522
貿易収支(億ドル)	461	593	885	1184	825	1124	1271
インフレ率(WPI,%)	4.4	5.4	4.7	8.4	3.3	6.8	5.1
政策金利レポ	6.50	7.50	7.75	5.00	4.75	5.75	6.00
(3月末:%)リバースレポ	5.50	6.00	6.00	3.50	3.25	4.75	4.75
預金準備率(%)	5.00	6.00	7.50	5.00	5.75	6.75	7.00

注:年度ベース(4-3月期)、GDPは04/05年基準で09年7-9月期実績時点、貿易は通関ベース、インフレは年度平均、金利は期末時点  
出所:各種資料を基にSRI作成

[ブラジル経済の予測総括表]

	05年	06年	07年	08年	09年(予)	10年(予)	11年(予)
実質GDP成長率(%)	3.2	4.0	6.1	5.1	0.3	5.3	4.6
個人消費	4.5	5.2	6.1	7.0	3.9	6.8	6.0
政府消費	2.3	2.6	5.1	1.6	3.6	2.2	2.3
総固定資本形成	3.6	9.8	13.9	13.4	10.1	13.0	8.6
輸出	9.3	5.0	6.2	0.6	9.7	11.2	8.6
輸入	8.5	18.4	19.9	18.0	11.0	26.5	19.6
貿易収支(10億ドル)	44.9	46.5	40.0	24.7	25.4	10.0	4.0
経常収支(10億ドル)	14	13.6	1.5	28.3	24.3	45.0	58.0
鉱工業生産(%)	3.1	2.8	6.0	3.1	7.4	11.1	6.3
インフレ率(%)	5.7	3.1	4.5	5.9	4.3	4.6	4.5
政策金利(%)	18.00	13.25	11.25	13.75	8.75	11.25	11.25

注:網掛けはSRI予想、インフレ率、政策金利は期末値  
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。

## 為替見通し

### ポスト・ドルキャリートレードの始まりへ

ドル円相場が09年11/27のドル安値84.83円を底に反発上昇したことは、振り返ってみれば円高・ドル安相場が転換点を迎えた動きであったと捉えている。一方、ユーロドル相場は09年11/25のユーロ高値1.5144ドルをピークに続落して、足元、1.35ドルまで10%を超える急落が続いているが、これもユーロ高・ドル安相場の転換を示すものとみている。どちらも共通するのはドル安の転換である。

こうした中、ギリシャの財政問題、中国の金融引き締め、米金融規制問題が持ち上がっている。それらを整理すれば以下のようになるだろうか。まず、のギリシャ問題だが、これはユーロ売り要因として働いてきたが、今後もユーロの弱材料として尾を引く可能性が高いとみる。同問題はギリシャ固有の問題でありながら、同様の財政危機にその他欧州諸国が直面した場合のリスクが懸念されたものだ。具体的には、欧州主要国及びECBが効果的な対応ができるのが不透明であり、市場の警戒感は容易には解かれまい。長いスパンで見れば、ドルキャリートレードを背景にユーロが買われ過ぎたことによる調整が加わっているとみている。欧州景気のもたつきもあってユーロの下支え要因は乏しく、09年のユーロ安値1.25ドルがターゲット水準として意識されていくのではないかとみる。

次に、の中国の金融引き締めだが、10年2/13に中国人民銀行は年明けから2回目の預金準備率の引き上げを決めた(+50bp、2/25から適用)。同国の1月の新規融資は1兆4千億元弱と当局が今年目標としている総額の2割近くに既に達してしまった他、不動産価格が一段と値を上げるなど、景気過熱に一定の歯止めが掛からない状況を示唆するものと警戒されている。投機資金の抑制も含めて最終的には年内に人民元の切り上げをせざるを得ないだろう。過度の引き締めで世界景気が鈍化するとの連想は後退していくのではないかとみる。ドル円相場への影響は限定的とみる。

の米金融規制問題は金融機関への過度な規制緩和が金融危機をもたらしたとの米政府の認識と10年11月に中間選挙を控えているという政治的思惑が感じられる。とりわけ、米国世論は厳しい規制内容を支持しており、議会での法案審議の動向には警戒が必要であろう。修正なしに法案が通過する場合はリスクシナリオとなるが、為替市場への影響はリスク回避に伴うドル買いが優勢となる。

長いスパンで見れば、ドル安の転換を意識する場面ということではないかとみる。相場のテーマとしては、円高・デフレ相場の終焉、緩やかながら回復する世界経済、ポスト・ドルキャリートレードであるとみている。ちなみに、の円高・デフレ相場の終焉は日本がデフレ宣言したことによってもたらされたとみている。いざとなれば政策対応があると市場参加者は警戒するようになってきたからだ。の世界経済の回復継続は米国景気が足枷とならなければ実現していくものとみている。のポスト・ドルキャリートレードは超低金利をテコにしたドル売り主導の資金フローに具体的に変化の兆しが出てくることを想定していることだ。既にユーロの調整にみられるように、一本調子のドル売りは終了してきている。このことは対円にも当てはまる。

10年のドル円相場は88~102円を予想、円高から円安への動きを想定している。ユーロドルは1.25~1.45ドルを予想、ユーロの調整継続を想定している。基本的に、ポスト・ドルキャリートレードの相場局面と捉えている。これらは資金フローの正常化への過程であり、11年も継続するものと予想している。

## 原油見通し

### 原油価格は需要の回復に沿う形で上昇

原油市況（WTI 先物・期近）は09年10月中旬に08年10月上旬以来となる80ドル台まで上昇した後、11月下旬に発生したドバイ・ショックや12月上旬のギリシャ国債価格下げなどをきっかけに、金融市場でリスク回避の動きが強まったことを受け、12月上旬には一時70ドル台を割り込む水準にまで低下。年末から年初にかけては、北米や欧州で例年以上の寒波が襲来したこともあって、10年1月上旬に再び80ドル台まで上昇する場面もあったが、中国の預金準備率引き上げをきっかけにした金融締め懸念や、オバマ米大統領による新金融規制案の発表などによって再び金融市場に不透明感が強まったことを受けて、70ドル台半ばでの推移となるなど、値動きの大きい展開となっている。

原油など国際商品市況は、金融危機と世界的な景気後退を背景に需要が大きく落ち込んだことを受けて、価格下落が続いたが、昨年後半に顕著となってきたように、中国やインドをはじめとする新興国が予想を上回るペースで景気回復を続けてきたことによる需要見通しの好転や、主要国中央銀行による大幅な金融緩和政策の継続によって、市場にドル余剰（ドル安）観測が広がったことなどを背景にした投資マネーの動き、特に投資家のリスク許容度（ないしは選好度）の回復による投資対象となった。実際、米国株式市場が堅調となって投資家のリスク姿勢が強まるなかで、投資資金が国際商品市況や豪ドルなどの高金利通貨、新興国株式市場などへ流入するという動きが確認された。

こうしたなか、当面の原油市況の見通しとしては、世界景気の後退期待と金融緩和の長期化見通しを背景に底堅い展開をみせるものとみている。先行した新興国に加え、米国も09年10-12月期に実質GDPが年率+5.7%と2期連続のプラス成長を記録、景気の二番底懸念が大きく後退するなど、需要面からのサポートが期待されるからだ。実際、IEA（国際エネルギー機関）の最新予測では、10年の世界の原油需要見通しは日量8,650万バレル、09年比+1.8%とみられている。この間、主に新興国需要の拡大を主因に見通しの上方修正が行われてきたが、今後、米国の景気回復が進む過程で先進国需要の見通しも修正されてこよう。このため、10年から11年にかけての原油価格は、需要の回復に沿う形で徐々に下値を切り上げながら、緩やかに上昇する動きが続くと想定する。

他方、投資マネーの動きについては、引き続き、金融当局の出口戦略に対する市場の予想がどのように変化するのが注目される。実際、米FRBによる低金利政策が長期化すると見通しのもとで進められてきた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。また、上記のように09年末から足元にかけて、投資家のリスク回避姿勢が強まる場面が何度か発生しているが、これらも、投資マネーの動きに変化をもたらす要因として短期的に原油市況を変動させる要因となろう。なお、米商品先物取引委員会（CFTC）が1月中旬に発表した原油などエネルギー関連商品の先物・オプションに対する持高規制案は、早ければ10年4月から実施される予定である。現時点では、規制対象となる投資家は限られていることなどから、市場には大きな影響を与えないとみられている。

**【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/>