

2010/2011 内外マクロ経済予測

2010年08月18日
広告審査番号 MFB151-100818
MSRC 審査番号 06-A-100818**日本経済は踊り場を経つつも、外需主導の回復基調が継続**

投資調査部

- ▶ **日本経済**は、内外において循環的な回復モメンタムや政策支援による押し上げ効果が一巡してくるなか、輸出や生産、企業収益の回復が内需へ波及していく動きは緩やかなものに留まっており、回復ペースは一服してきている。当面、循環的な減速局面が続く公算が大きく、10年度後半にかけては一時的に踊り場的な局面を迎える可能性もあろう。しかしながら、海外経済の回復が続くもとの、輸出の増加基調が続くとともに、在庫調整圧力は軽微に留まっていることから、回復の動きが途切れる可能性は小さい。在庫調整や中国の実質引き締め政策の一巡、米国の回復ペースが徐々に高まってくる11年半ば以降には、踊り場を脱却し、回復に向けた動きが再開するとみられる。ただし、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとの、家計部門にとっては回復の実感が持ちづらい状況が続くなど、回復の動きに濃淡が表れやすい課題は残されており、持続的成長のためには、生産性や成長期待の向上に向けた取り組みが求められよう。実質GDP成長率は10年度が+1.7%（前回予測：+2.7%）、11年度は+1.6%（同：+1.9%）を予想する。【日本予測表：5ページ】
- ▶ **米国経済**は、10年4-6月期の実質GDPが年率+2.4%と前期から鈍化。主要な需要項目は概ね底堅く推移しているものの、これまで3%近辺の回復に達していると考えられた個人消費が、2%弱に下方修正されるなど、今後の景気回復シナリオに修正が必要となる変更がみられた。前回見通しでは、企業が労働力の不足分を急速に補充してくるシナリオを描いたが、今回は需要と雇用の回復ペースが緩やかなものに留まっている現状を考慮して、米国景気が11年末に向けて徐々にピックアップしていく姿を想定した。実質GDP成長率は10年が+3.0%（前回予測：+3.4%）、11年は+2.8%（同：+3.2%）を予想。【米国予測表：8ページ】
- ▶ **欧州経済（ユーロ圏）**は、国別の濃淡を伴いながらも、全体としては新興国の景気回復やユーロ安による輸出の増加に支えられて緩やかな景気回復の動きが続こう。ただ、11年にかけては中核国でも緊縮財政が本格化することから、回復のテンポは大幅に鈍化し、低成長下で停滞色の濃い景気展開を余儀なくされよう。実質成長率は10年が+1.2%（前回予測：+0.7%）、11年は+0.5（同：+0.9%）と予想する。なお、財政危機問題再燃のリスクには留意。【欧州予測表：12ページ】
- ▶ **中国経済**は、政府が意図する質的發展も重視した巡航速度に落ち着く方向。7月の経済指標を概観しても、10年の政府目標に近づいており、「積極的な財政政策、適度な金融緩和策」を基本的に継続し、10年下期の実質GDP成長率は前年比+9%台（前期比年率：+8%台）を維持すると予想している。11年は、次期5ヵ年計画（11~15年）の初年度に当たり、中国政策当局は長期に亘る持続可能な発展を視野に、現在、当該5ヵ年計画の策定を進めているが、経済社会の運営は「良好で比較的速い安定成長」を基本方針とすることが想定される。実質GDP成長率の10年予測は、純輸出の改善で前年比+10.2%（前回予測：+9.7%）に、11年予測は、内需の改善で前年比+9.1%（同：+8.9%）に若干上方修正した。【中国予測表：15ページ】
- ▶ **新興国経済（インド、ブラジル）**では、インド経済は旺盛な内需や成長バイアスの強い政策対応、資金流入の回復で高成長続き、10/11年度、11/12年度とも8%台の高成長に。ただ、貿易・経常赤字の拡大でバランスは悪化へ、海外からの証券投資や借入れなどの依存が中期的に歪みも。一方、ブラジル経済は景気やインフレの過熱感やラギ、利上げによるオーバーキル回避、中国や欧米など海外景気睨みの展開続く。10年は内需主導で7%程度の高成長、11年は、利上げの影響や前半の海外景気の減速、ゲタによる重石などで減速も、潜在成長率（4%台前半）をやや上回る4.7%程度の成長をキープすると予想。【インド、ブラジル予測表：17、19ページ】
- ▶ **為替相場**は、世界景気の回復継続を前提にすれば、現状のドル売りはオーバーシュート。ドル円相場は中長期のサイクル・ボトムに接近しており、当面、82~92円を予想するが、ボトムアウト後は緩やかな円安への戻りを想定。

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。

踊り場を経つつも、外需を起点とする回復基調が継続

10年4-6月期GDP(1次速報値)の発表を受け、MSRC(みずほ証券リサーチ&コンサルティング)では、2010、2011年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年6月11日)。その結果、実質GDP成長率は10年度+1.7%(前回予測:同+2.7%)、11年度+1.6%(同+1.9%)となった。前回予測に比べると、10年度、11年度とも下方修正である。主な下方修正の背景は、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)が下方修正となったほか、10年4-6月期GDPの実績が前回予測時点の想定を下回ったこと、米国経済見通しについて、10年後半~11年前半にかけての回復ペースを前回予測時点に比べて下方修正としたことなどである。

10年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.4%となった。需要項目ごとの内訳をみると、輸出の増勢が鈍化してきていること、政策支援による耐久財需要喚起の動きが一巡してきていること、設備投資の回復ペースが緩やかなものに留まっていることなどといった点が確認される結果となっている。足元にかけての日本経済は、これまでの景気回復を牽引してきた内外における在庫循環や政策支援の動きが一巡してきている一方、こうした動きに支えられた生産、企業収益の回復が内需へと波及していく動きは引き続き緩慢であり、回復ペースが一服してきているといえよう。

当面の日本経済については、循環的な回復モメンタムの鈍化や海外における政策効果の一巡により、輸出の増加ペースは次第に緩やかになっていくとみられる、短期的には、エコカー補助金の期限を9月末に控えて、駆け込み需要が発生する可能性も考えられるものの、政策支援による耐久財需要喚起の動きは一服してきている、こうしたなか、設備や雇用の過剰感が根強く残っており、先行きに対する企業の期待成長率がなお慎重であることに加えて、循環的な回復モメンタムも鈍化していくことから、当面、雇用や設備投資の増加を通じた内需への波及が本格的に強まっていくことは期待しづらいなどから、これまでのような回復ペースはもはや期待しづらく、10年度後半にかけては、一時的に踊り場的な局面を迎える可能性が高まってきていると考えている。

このように、10年度後半にかけての日本経済は一時的に踊り場を迎える可能性があるものの、海外経済の回復に支えられて、輸出の増加基調が維持されるとみられることから、予測期間中に回復基調が途切れるまでには至らないと考えている。ここ最近、低調な経済指標やFOMCの景気見通しが慎重化したことなどから、米国経済に対する懸念が高まっており、確かに在庫復元や政策支援を背景とした速いペースでの回復局面は一巡してきている。しかしながら、企業収益の回復が設備投資の持ち直しにつながっており、緩やかながら民間雇用の回復も続いている。不動産市場の低迷や信用創造の回復が遅れるもとの、かつてのような復元力までは期待しづらいものの、生産・所得・支出の循環が緩やかながら動き始めたことを考えると、米国経済が二番底に陥る可能性は小さいと考えている。また、不動産の過熱抑制や過剰供給業種、高エネルギー消費・環境汚染業種などの生産抑制に取り組んできた中国経済は、狙い通り巡航速度での成長に落ち着いてきており、さらなる引き締めを迫られる可能性は低下している。内需が低調なもとの、

財政健全化に取り組む欧州経済の低迷が続く可能性に留意が必要なが、米国や中国の回復基調が維持されるもとであれば、アジアをはじめとする新興国が相対的に高めの成長を維持するとみられる点を併せて考えると、世界経済の回復は継続し、ひいてはわが国輸出の増加基調も維持されよう。

このように、回復の起点である輸出の増加基調が維持されるもとであれば、そのペースは緩慢であるとはいえ、生産や企業収益の回復が設備投資や雇用に徐々に波及していく動きが途切れるリスクは小さい。また、最終需要が安定するもとで、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も想定しづらい。こうした点から、予測期間中、日本経済の回復に向けた動きは継続する可能性が高いと考えている。在庫調整や中国における実質引き締め政策の一巡、米国経済の回復ペースが徐々に高まっていくことなどから、11年半ば以降の日本経済は、踊り場を脱却し、回復に向けた動きが再開しよう。

このように、MSRC では 11 年度にかけて輸出を起点とした日本経済の回復の動きが継続すると想定している。ただし、賃金・物価のデフレ圧力は根強く、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分野における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。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公算が大きく、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、全体としては輸出を起点とする回復の動きが継続するものの、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとで、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前回予測に続き想定した。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。この点、政府は新成長戦略を取りまとめたところであるが、企業や家計の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、支出を促すような施策を着実に実行に移すリーダーシップを発揮することができるかどうか、注目される点である。

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、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であろう。主な点としては、米国および中国経済の動向、欧州における緊縮財政がデフレ圧力をもたらし、結果として財政健全化が進まないとともに

に、金融不安が再燃する可能性、先進国における金融緩和の長期化とマネーフローの行方（新興国経済や資産・資源価格への影響）、内外の成長スピードの格差やコスト競争力の確保、政策の停滞などから、企業が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=85円、原油入着価格は1バレル=80ドル、財政政策は、10年度については追加の対策は現時点では具体的に想定しておらず（エコカー補助金、エコポイント制度については当初予定通り10年9月末および12月末に終了と想定）、11年度は子ども手当の全額支給などを想定、金融政策は、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。

財政政策については、経済危機対応・地域活性化予備費や09年度決算の剰余金を活用して、エコポイント制度の延長など追加の景気対策を打ち出す可能性が伝えられているものの、本予測では現時点で具体的に織り込んでいない。また、7月の参院選の結果、いわゆる「ねじれ国会」の状況となり、今後の政治情勢（中期財政フレームに沿った予算編成が実現可能か、どのように予算関連法案を国会で通すのかなど）は不透明さを増している。この点、今後、予測の前提が変わりうる点には留意されたい。金融政策については、予測期間中、利上げも追加緩和策も具体的には想定していない。ただし、一段と円高圧力が強まる場合は、経済の下振れリスクの高まりに対応する形で、新型オペの拡充などを打ち出す可能性がある。また、政治情勢の変化に伴い、日銀の追加緩和に対する政治的圧力が強まるといった点にも留意が必要である。

日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2009年度				2010年度				2011年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011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	0.6	0.6	0.4	1.4	0.9	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.5	1.1	3.6	0.2	1.2
実質GDP	2.5	0.3	1.0	1.1	0.1	0.4	0.1	0.0	0.5	0.6	0.7	0.8	1.9	1.7	1.6
(前期比年率)	10.4	1.0	4.1	4.4	0.4	1.8	0.2	0.1	1.8	2.5	2.7	3.1			
*国内需要	0.4	0.5	0.4	0.5	0.2	0.4	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.6	2.3	0.5	0.9
*民間需要	0.0	0.4	0.3	0.4	0.1	0.5	0.1	0.0	0.2	0.4	0.5	0.5	3.0	0.7	1.0
民間最終消費支出	1.3	0.6	0.7	0.5	0.0	0.5	0.2	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.7	1.2	0.4
民間住宅	9.6	7.2	2.9	0.3	1.3	0.9	1.2	1.5	1.8	1.9	1.4	1.2	18.5	3.9	5.9
民間企業設備	4.8	1.8	1.5	0.6	0.5	1.0	0.8	0.6	0.9	1.4	1.9	2.0	15.3	2.6	4.7
*民間在庫品増加	0.2	0.3	0.2	0.0	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.5	0.2	0.0
*公的需要	0.5	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.2	0.1
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.7	1.2	0.8
公的固定資本形成	9.5	1.8	1.3	1.2	3.4	3.5	3.0	2.5	1.0	1.0	1.0	1.0	9.3	9.9	6.3
*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	2.1	0.2	0.6	0.6	0.3	0.1	0.1	0.0	0.3	0.2	0.2	0.2	0.4	1.2	0.7
財貨・サービスの輸出	10.4	8.5	5.7	7.0	5.9	2.0	0.9	0.4	2.3	2.6	2.9	3.0	9.5	18.9	8.0
財貨・サービスの輸入	5.0	6.3	1.5	3.0	4.3	1.9	0.5	0.2	0.7	1.3	1.9	2.0	11.8	10.9	4.1
GDPデフレーター	0.6	0.7	2.8	2.8	1.8	1.7	1.3	1.3	0.5	0.4	0.4	0.3	1.7	1.5	0.4

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MSRC作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2009年度				2010年度				2010年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011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	27.4	19.4	4.3	27.5	21.0	15.2	8.3	1.4	0.7	1.8	3.8	5.2	8.9	10.9	2.9
(前期比)	6.5	5.3	5.9	7.0	1.5	0.2	0.5	0.2	0.9	1.2	1.4	1.5			
国内企業物価	5.5	8.3	5.2	1.7	0.2	0.0	0.6	0.4	0.3	0.7	0.7	0.9	5.3	0.3	0.6
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.2	0.9	0.5	0.4	0.1	0.1	0.4	0.3	1.6	0.8	0.2
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.2	4.9	5.2	5.2	5.1	5.1	5.0	5.0	4.9	4.8	5.2	5.2	4.9
名目雇用者報酬	4.6	3.8	4.5	0.2	0.9	0.7	1.3	1.0	0.6	0.0	0.4	1.2	3.5	0.6	0.2
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	83.7	76.0	77.0	80.0	82.0	83.5	85.0	88.0	90.0	77.5	78.6	86.5
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	5.0	3.5	4.4	3.7	5.0	4.6	5.3	4.1	5.3	15.8	16.6	19.3
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	1.33	1.27	1.00	1.10	1.20	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MSRC作成

緩やかな回復に留まる米国景気

米国の10年4-6月期実質GDPは前期比年率+2.4%と前期(同+3.7%)から鈍化。主要な需要項目は概ね底堅い動きで推移したものの、在庫のプラス寄与が縮小したことや、輸入が大幅増となったことなどが押下げ要因となった。個人消費は同+1.6%とほぼ前期並みの成長に留まった。また、年次改訂により07年以降の実績値が変更された結果、消費は足元、およそ3%程度の成長に達していたとみられていたが、実際には2%弱の緩やかな回復に留まっていたことが分かった。一方、設備投資は機器・ソフトウェア投資が同+21.9%の大幅増となっており、改訂後の数値も踏まえて評価すれば、企業は景気回復の動きに合わせて、かなり積極的に投資活動を行ってきたということになる。また、大幅なマイナスが続いた構築物投資も、当期は同+5.1%と2年ぶりに増加に転じた。但し、これには電力・通信部門の増加が寄与しており、懸案の商業用不動産や生産設備などは、引き続きマイナスの動きとなっている。その他、住宅投資は同+27.9%となり、天候不順などで大幅減となった前期からの反動に加え、住宅取得減税の影響が寄与した模様。また、輸出は同+10.4%と4期連続で10%を超える高めの成長となっている。

今後の景気を見通す上でのポイントは、まず生産面で循環的なモメンタムの鈍化がみられ始めていることであろう。ISM製造業景況指数や出荷在庫バランスなどを参考にすれば、在庫積み増しペースが徐々に鈍化すると同時に、生産活動は足元から11年前半に向け減速していくことなろう。とはいえ、生産活動がそのままマイナスに転じていく可能性は小さいとみている。例えば、在庫率を参考にすれば在庫の過剰感は乏しく、この先、在庫調整圧力が生産活動を抑制する可能性は限定的であることが分かる。また、この間も最終需要は緩やかながらも増加傾向が続き、景気の腰折れや二番底リスクは避けられる公算が大きいとみられる。この点で注目されるのが雇用の動きであるが、雇用者数(民間ベース)は10年に入って増加に転じて以降、緩やかながらも回復の動きを続けており、雇用・所得環境の改善が消費を中心とする需要の回復を支えるという、前向きの景気回復パス自体は続いているとみられる。特に、労働時間の増加や賃金上昇により、所得面での改善が順調に進んでいることは、今後も消費が回復を続けていく上での下支え要因となり得よう。但し、雇用者数に関しては前回見通し(10年5月時点)とは異なる回復シナリオを想定している。前回は、労働生産性や労働分配率の推移などから労働力の過少感が指摘されるなかで、3月、4月の雇用者数が大幅に増加したため、その後も急速な雇用増加が期待できる状況にあった。しかし、実際には5月以降の雇用者数が平均して前月比+5万人程度の増加に留まり、雇用回復ペースが緩やかなものに留まっている姿が明らかとなった。確かに、雇用回復の初期段階において、欧州の財政危機問題によって金融市場の混乱が再発したことなどから、企業の雇用マインドが一時的に後退した可能性も考えられよう。しかし、GDP改訂値などによって、個人消費の回復が緩やかなものに留まっていたことなどが示されているとすれば、現行の雇用回復ペースは素直に緩慢な需要回復に沿ったものであると捉えることもできよう。特に、今回の景気回復局面では、大企業と中小企業の景況感に大きな開きが生じており、景気回復が緩慢がゆえに、雇用の大宗を占める中小企業にまで回復の恩恵が波及していない可能性が指摘される。この点については、米国経済の中核を占める個人消費の回復力が、これまでの景気回復局面と比べてやや鈍い点が影響している可能性が指摘されよう。以上を踏まえて、今回の経済見通しでは、雇用が

11 年末に向けて緩やかに回復していくシナリオを想定し、GDP 成長率も同様に、11 年末に向けて徐々にピックアップしていく形を予想した。10 年の実質 GDP 成長率は +3.0% (10 年 5 月予測 : 3.4%)、11 年は +2.8% (同 : +3.2%) を予想する。

残る論点としては、まず不動産市況と金融機関の信用行動が挙げられよう。住宅、商業用不動産ともに価格面では概ね下げ止まり感が醸成されつつあるものの、依然として明確な回復には至っていない。同部門は投資需要としては合わせて GDP の 5% 程度に過ぎないものの、金融機関の損失源としては約 60% を占めている (IMF 推計値)。このため、不動産市況が再び悪化し始めるケースでは、金融機関が新たな損失を抱えるとともに信用収縮が引き起こされ、それが景気を押し下げるリスクが台頭してこよう。但し、雇用情勢が上向いている限り、景気回復とともに不動産需要や金融機関の不良債権処理が改善していくことが期待され、このシナリオの蓋然性は徐々に低下していくのではなかろうか。次に、10 年末をもって期限を迎えるブッシュ減税の動向にも留意が必要であろう。当減税は 01 年よりブッシュ政権が始めた大型減税で、主に個人所得、キャピタルゲイン、配当所得に対して、高所得者に優位な税制となっている。確かに、11 年以降も、すべての減税措置が継続される場合や、高所得者層に絞った部分的な減税打ち切りが実施されるのであれば、目先の景気にはさほど大きな影響は与えないと予想される。しかし、政治情勢によって追加措置が期限内に決まらない場合は、減税措置が一時的であれすべて終了することになる。この場合は、個人消費を中心に景気が下押しされる事態も想定しておかなければならない。そして、州・地方政府の財政状況も景気を見る上でのポイントとなってこよう。州・地方財政は、景気悪化により歳入が減少するなかで、社会保障などの行政サービスによる歳出が増加した結果、大幅な赤字を抱え込んでおり、かつ連邦政府からの支援も今後は縮小していくことになる。この際、均衡財政が定められている多くの自治体は、行政サービスや雇用を削減することにより収支尻を合わせる必要に迫られよう。これが景気にどの程度の影響をもたらすかについては、今のところは未知数であるものの、11 年度 (一般的に 10 年 7 月 ~ 11 年 6 月) が最も厳しい緊縮財政を強いられるという点では、概ね見方が一致しているようである。この点については、追加的な連邦政府支援の動向なども踏まえて、引き続き状況をフォローしていく必要がある。

FRB は景気を睨みつつ追加緩和を検討

欧州発の金融市場の混乱や米国景気の減速懸念を受け、マーケットにおける FRB の利上げ期待は前回見通し時から大きく後退している。実際、今年の前半までは 10 年内の利上げ開始予想が優勢であったものの、直近では 11 年末の利上げがマーケットのコンセンサスとなっている。確かに、FRB は 8/10 に開催された FOMC 後の声明文にて、「景気回復ペースは目先、当初期待していたよりもさらに緩やかなもの (more modest) になるであろう」とし、景気判断を下方修正。これを受け、これまでいかに流動性を吸収し利上げを開始するかという、いわゆる出口戦略の準備が政策課題であったものの、目下、追加的な金融緩和措置の是非が検討される状況になっている。現時点では、FRB はエージェンシー債、エージェンシー MBS の償還分を国債に再投資するとし、これまで受動的に進んでいた FRB のバランスシートの縮小を、一旦止めるという対応策を打ち出している。この決定に関しては、確かに景気減速を懸念するマーケットに一定の配慮を示すという意味で、アナンスメント効果は期待できよう。しかし、バランスシートの水準が維持さ

れるという点や、国債利回りがすでに低水準にまで低下しているという点を踏まえ、追加的な緩和効果までを望むことは難しいであろう。また、今後、仮に景気悪化が鮮明になってきた場合には、時間軸の延長、準備預金付金利の引き下げ、資産買取オペの再開（バランスシートの拡大）など、FRBは何らかの緩和策へ踏み込んでいくこととなろう。しかし、この場合も、金利低下による景気刺激効果が限定的であるなかでは、すでに有効な手段は限られていると考えられ、残るは段階的にバランスシートを拡大していくといった、かなり手詰まり感の強い対応を続ける羽目に陥る可能性が指摘されよう。当方では、引き続き米国景気が緩やかながらも回復軌道にあることを踏まえ、FRBはいずれ出口政策へ向けた動きを再開するとみているが、当面は追加緩和策と出口政策の双方の準備を進めるといふ、両睨みの舵取りが続くことが想定される。なお、当方はこれまで11年年央辺りの利上げ開始を予想してきたが、出口政策への動きが一旦止められたことを踏まえ、利上げ時期の予想を年後半に修正した。

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・リスクに関しては、金融市場の混乱が一巡し、マーケットがリスク選好的に傾くと同時に、企業・家計のマインドが好転すること、また、マインドの好転とともに景気見通しが徐々に改善してくることで、企業の新規雇用・設備投資がV字回復へ向かうこと、ないしは、消費活動が一段と活発化することなどが考えられよう。信用収縮の改善が景気を後押しし始める可能性もあろう。一方、ダウンサイド・リスクに関しては、再び金融市場の混乱が再発することで、景気の悪化傾向が強まること、また、そうした外部性ショックにより米国景気が腰折れすることで、不良債権問題が再発することなどが懸念されよう。この点、外部環境としては、11年から緊縮財政が予想される欧州サイドの経済・金融情勢には目配りを続けていく必要がある。また、実際に景気が悪化することにより追加的な財政支出の必要性が浮上してくれば、悪い金利上昇が発生するリスクが考えられよう。

米国経済予測 総括表

	2009				2010(実)				2010(予)				2011(予)				2009	2010(予)	2011(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	4.9	0.7	1.6	5.0	3.7	2.4	2.7	2.5	2.6	3.1	3.2	3.3	2.6	3.0	2.8				
(前年同期比)	3.8	4.1	2.7	0.2	2.4	3.2	3.5	2.8	2.6	2.7	2.9	3.1							
個人消費	0.5	1.6	2.0	0.9	1.9	1.6	2.3	2.7	3.1	3.2	3.2	3.3	1.2	1.6	2.9				
設備投資	35.2	7.5	1.7	1.4	7.8	17.0	12.8	8.6	6.7	7.4	8.6	9.5	17.1	6.1	8.9				
住宅投資	36.2	19.7	10.6	0.8	12.3	27.8	17.0	7.4	6.1	4.9	3.9	3.2	22.9	0.8	3.6				
*在庫	1.0	1.1	1.1	2.9	2.5	1.0	0.2	0.0	0.3	0.1	0.2	0.2	0.6	1.4	0.1				
*純輸出	2.8	1.5	1.5	1.9	0.3	2.6	0.0	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	1.1	0.4	0.5				
輸出	27.8	1.0	12.2	24.4	11.4	10.4	8.0	7.5	6.5	7.5	8.0	8.5	9.5	12.1	7.6				
輸入	35.3	10.6	21.9	4.9	11.2	28.8	6.2	9.6	7.1	7.7	8.8	9.3	13.8	12.1	9.1				
政府支出	3.0	6.2	1.6	1.4	1.6	4.4	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.6	0.8	1.0				
名目GDP 前期比年率	3.9	0.4	2.3	4.7	4.8	4.3	2.8	2.8	3.8	5.2	3.7	3.7	1.7	3.7	3.7				
GDPデフレーター 前年比	1.9	1.2	0.2	0.5	0.5	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0	0.9	0.7	0.9				
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.7	9.6	9.5	9.3	9.0	8.7	-	-	-				
雇用者数増減	75.3	47.7	26.1	9.0	7.9	10.8	10.9	14.0	18.9	22.8	25.8	27.9	-	-	-				
PCEデフレーター 前年比	0.3	0.3	0.7	1.5	2.4	1.9	1.5	1.3	1.0	1.2	1.2	1.3	0.2	1.8	1.2				
同 コア 前年比	1.6	1.5	1.3	1.7	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.4	1.2				
鉱工業生産	17.6	10.3	8.3	7.0	7.0	6.6	5.0	2.7	1.5	3.0	4.9	5.8	9.3	5.4	3.5				
FFレート騰落水準	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	0.50	1.00	-	-	-				
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.47	3.00	3.00	3.20	3.40	3.60	3.80	-	-	-				

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、雇用者数は民間部門ベース。
 FFレートは実績は期末値、予測はレンジで表示（但し、当面の利上げは準備預金付金利がターゲットとなる見直し）、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MSRC作成

緩やかな成長が継続も、景気回復の基盤は脆弱

8/13 に発表されたユーロ圏の 10 年 4-6 月期の実質 GDP（速報値）は前期比 +1.0%（前期：同 +0.2%）と 4 四半期連続のプラス成長を記録するとともに、前期に比べて伸び率を急速に高めた。当期は財政危機問題によって金融市場が大きな混乱に見舞われたにもかかわらず、成長スピードが加速したのは新興国を中心とした海外経済の回復や昨年末のギリシャ問題を契機に急速に進行したユーロ安を背景に、国際的な競争力のある産業を抱えるドイツやフランスなど中核国の輸出の回復テンポが速まったとみられることに加えて、前期に天候不順の影響で下ぶれした建設投資が反動増もあって回復に転じたとみられること、

在庫調整の進展による在庫の復元が前期に続いて成長を押し上げたとみられること一などの要因が寄与したためである。実際、国別にみると、ユーロ圏で最大の経済規模を誇るドイツが前期比 +2.2%（前期：同 +0.5%）と 90 年の東西ドイツ統合後では最高の伸びをみせたほか、第 2 位のフランスも同 +0.6% と前期に比べ（前期：同 +0.2%）伸び率を高めており、当期の回復を牽引したことが窺える。一方、財政危機が懸念されている南欧諸国では、ポルトガルが前期比 +0.2%（前期：同 +1.1%）と大幅な鈍化を余儀なくされたうえ、不動産バブル崩壊の後遺症に苦悩するスペインも前期比 +0.2% と景気後退に歯止めが掛かったものの、依然として回復の足取りは重い。また、焦点のギリシャは同 1.5%（前期：同 0.8%）とむしろマイナス幅を拡大、景気後退に拍車がかかる形となっており、財政再建への道程が平坦ではないことを示唆する結果となった。

このように、国別には成長率格差がみられるものの、全体としてはドイツやフランスなどの中核国に先導される形で景気回復の動きが続いている。ただ、景気回復の基盤は依然として脆弱な状況に変わりはない。というのは、上記のように輸出の回復が景気回復をリードしているものの、内需への波及は限定的に留まっているためだ。実際、個人消費は厳しい雇用・所得環境の継続がネックとなって低迷が続いているほか、設備投資も企業業績の改善にもかかわらず、低稼働率や過剰設備が重石となって減少傾向が続いており、持続的な景気回復へのパスが開けてくるには程遠い状況にある。

二番底懸念は小さいものの、下期は回復ペースが鈍化へ

今後については、ユーロ圏の景気は年内中、引き続き回復の動きが継続するものとみている。第一に、鍵を握る輸出が今後も増加基調を続ける公算が大きく、景気の下支え役として期待されることが挙げられる。確かに、OECD 景気先行指数の動き（6 月は 16 ヶ月ぶりに前月比低下）にみられるように、先進国の景気は循環的な回復モメンタムがすでにピークアウトしたとみられるほか、新興国もインフレ抑制を狙いに金融緩和の修正を進めており、これまでのような順調な回復ペースを持続していくことは難しくなっている。とはいえ、今後も大枠として米国や新興国の景気回復の動きが継続することに変わりはないとみられるだけに、輸出の増加テンポが鈍化しても増加基調が崩れる恐れは小さいものとみられる。また、足元、一方的なユーロ安に歯止めが掛かり、ユーロが戻ってきているものの、ピーク時との比較で見れば対ドルでなお 20% 程度下落した水準にあり、ユーロ安も引き続き輸出の増加を後押ししていくことになる。特に、国際的な競争力を持つ産業を抱えているドイツやフランスなど中核国にとっては、ユーロ安の

メリットは相対的に大きいものとみられる。

第二に、最大の懸念要因であった財政危機問題による金融市場の混乱が当面、大きな山場を越えたものとみられことが指摘される。実際、ギリシャの国債利回りは 10% 台で高止まり状態が続いているものの、ひと頃のような不安定な動きではなくなってきたほか、スペインやポルトガルの国債利回りもこの間、格下げの発表にもかかわらず、安定した動きで推移しており、両国の国債入札も順調に消化されるなど、投資マネーのリスク回避の姿勢が和らいできたことが窺える。これには、5 月以降、今回の財政危機問題に対処して一連の対応策が取られてきたこと（特に、ECB によるユーロ参加国の国債の購入措置が市場に安心感を与えている）に加えて、注目された 7/23 の金融機関のストレステストが無事、市場の混乱もなく通過したことが奏効しているためである。今回のストレステストについては様々な見方があるものの、これまで個別行の資産内容について踏み込んだ情報開示がなく、このことが欧州金融機関の経営不安への根底にあったとみられるだけに、その点では金融不安解消に向けて第一歩を踏み出したと評価されよう。

いずれにしても、財政危機問題の山場越えで金融市場の混乱が景気の足を引っ張るリスクは後退してきたとみて良いだろう。

もっとも、下期の回復ペースは上期に比べ鈍化しそうだ。ギリシャを始めスペインやポルトガルなど南欧諸国の財政赤字削減策が本格化してきており、下期にかけて財政面からのデフレ圧力が強まってくるとみられるためである。ただ、上記 3 カ国の年内中の財政赤字削減額は規模としてそれほど大きなものではないこと、また経済規模も 3 カ国合計でユーロ圏全体の 15% 程度を占めるに過ぎないこと - などから、当該国にとっては財政面からのデフレ圧力は大きくても、ユーロ圏全体への影響という点では景気回復の動きを危うくするようなインパクトではない。また、循環的な視点からみると、在庫の復元による生産の押し上げ効果は上期がピークとなる公算が大きく、下期にかけて在庫の積み増しによる成長への貢献度が次第に低下していくとみられることも、その一因として挙げられる。

11 年以降は構造改革の進展が大きな鍵に

問題は 11 年以降の動向である。内需の自律回復力が乏しいなかで、引き続き輸出頼みの景気展開が続くという流れに変わりはないものの、ドイツやイタリアなど主要国の財政赤字削減策が本格化してくるためである。ドイツはすでに社会保障費の削減や公務員の削減、環境税の導入などで戦後では最大の財政赤字削減策（11 年～14 年に総額 800 億ユーロ）を表明しているほか、イタリアも歳出削減や公務員給与の凍結、脱税の取り締まり強化などで総額 250 億ユーロ（11 年～12 年）の財政赤字削減策を実施する予定であり、今のところこうしたスタンスに変化はみられない。留意したいのは、財政赤字削減策の規模もさることながら、財政危機問題に直面している南欧諸国はともかく、財政危機問題から距離のある主要国も揃って財政再建へ経済政策の舵取りを行うことの実体経済への影響である。というのは、ユーロ圏経済は域内輸出が全体の過半を占めるなど、貿易関係を通じて密接にリンクしており、各国が同時に財政赤字削減策を実施すれば負の相乗効果が働き予想以上にデフレインパクトが大きくなるリスクがあるためだ。リスクが現実化すれば、低成長に喘ぐユーロ圏経済の景気回復の動きを危うくする恐れが高まってくる。にもかかわらず、ユーロ圏各国が景気よりも財政再建を優先しているのは、今回の財政危機問題による反省やユーロの信認を維持するための財政均衡協定（財政赤字 / 名目 GDP 比率を 3% 以内、政府債務残高 /

名目GDP比率を60%以内)という縛りがあることにもよるが、ユーロ圏内では“非ケインズ効果”を重視する考え方があることも影響しているようだ。つまり、年金制度や労働市場などの構造改革を行えば、先行きの不安が解消されることなどによって新しい需要が生み出されるというプラス効果が財政赤字削減によるマイナス効果を上回るというものである。こうした点では、景気維持を図りながら財政再建ができるかどうかは構造改革の成否が大きな鍵を握っているといえよう。痛みを伴う構造改革の推進には強固な政治基盤が欠かせないが、ユーロ圏各国の政治情勢は必ずしも磐石な状況にはなく、構造改革がスムーズにいくかどうかは疑問の残るところである。

いずれにしても、11年は財政面からのデフレ圧力が強まる経済環境となるのではないかとみている。

また、財政危機問題が再燃する可能性があることも指摘される。焦点のギリシャについては、10年中は財政赤字削減策が計画通りに進んでおり、問題はないものの、11年以降は財政再建の実効性に対する不安感が台頭してくる公算があるためだ。前記したように、ギリシャはすでに深刻な景気後退局面に見舞われており、そうしたなかで更に“贅肉”を落として財政再建を進めていくにはハードルが一段と高くなるとみられるためだ。ギリシャ問題の飛び火が懸念されているポルトガルやスペインも11年には国債の大量償還に伴う借り換えの資金需要が高まるとみられていることも見逃せない点である。両国の財政赤字削減の進捗状況とともに、国債入札の状況などを巡って金融市場が不安定になる場面もあろう。

このようにみえていくと、ユーロ圏経済は輸出の回復に支えられて回復の動きが続くものとみられるものの、11年にかけては財政面からのデフレ圧力の強まりから回復テンポが大きく鈍化していく公算が大きいとみている。二番底に陥るリスクは小さいものの、一時的な踊り場局面も十分あろう。10年の実質経済成長率は+1.2%（前回の10年5月は+0.7%）、11年は+0.5%（同+0.9%）を予想している。

ECBの低金利政策は長期化へ

8/5のECB政策理事会では、大方の予想通り政策金利は現行水準の1%で据え置かれるとともに、前回に続いて特段の追加措置もなかった。また、ECBは景気判断を上方修正した一方で、引き続きインフレは抑制された状況が続くとの見方を示しており、少なくとも年内中、政策金利は据え置かれる可能性が高い。焦点の非伝統的な手段については、5月から始めた各国の国債の購入措置は成果が上がっていることもあって買い入れ額が減少しているものの、万が一の安全弁として引き続き継続されよう。また、3ヵ月物資金の無制限供給オペについても、資金繰りが苦しいギリシャの銀行を中心にECBの資金供給オペへの依存度が高まっているだけに、継続される公算が大きく、次回の会合(9/2)で10~12月期の供給スケジュールが具体的に示されるのではないかとみている。

10年以降もユーロ圏各国はすでに財政再建へ政策の軸足を移しつつあり、財政政策と金融政策のポリシーミックスの観点からは緩和的な金融政策を継続していく必要があること、ユーロ安による輸入物価の上昇が懸念されるとはいえ、財政面からの内需への強いデフレ圧力が続くなかでは、インフレは引き続き抑制された状況が続く公算が大きいとみられること、ストレステストを無事通過したとはいえ、金融機関の不良債権処理は遅れており、信用収縮が懸念される状況が続く可能性が高いとみられること - などから、低金利政策が長期化するものとみている。ユーロ圏の景気展開次第では、追加の金融緩和に追い込まれる場面もあるのではないかとみている。

欧州(ユーロ圏)経済予測総括表

(単位:%)

	2009年				2010年		2011年		09年	10年	11年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月			
実質GDP	(実)	(実)	(実)	(実)	(推)	(予)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)
(前期比)	2.5	0.1	0.4	0.1	0.8	0.4	0.2	0.2			
(年率)	9.7	0.4	1.6	0.5	3.1	1.6	0.6	0.9	4.1	1.2	0.5
(前年比)	5.2	4.9	4.1	2.1	1.2	1.1	0.6	0.4			
個人消費	0.6	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	1.2	0.2	0.0
固定投資	5.3	1.4	1.1	1.2	1.5	0.1	0.5	0.0	10.8	2.8	0.2
*在庫	1.0	0.6	0.5	0.0	1.3	0.2	0.2	0.1	0.8	1.5	0.1
政府支出	0.8	0.7	0.7	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4	2.7	0.1	0.7
*純輸出	0.2	0.7	0.1	0.2	0.0	0.2	0.6	0.4	0.8	0.4	0.8
輸出	8.3	1.2	2.9	1.7	5.0	3.0	2.7	2.3	13.2	8.2	5.4
輸入	7.9	2.8	2.7	1.2	5.2	2.5	1.7	1.5	11.8	7.5	3.8
消費者物価	1.0	0.2	0.4	0.4	1.3	1.5	1.0	1.0	0.3	1.4	1.0
コア	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7	1.4	0.9	0.7
政策金利	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
長期金利	2.9-3.4	3.0-3.7	3.2-3.5	3.1-3.4	2.5 - 3.4	2.2 - 3.0	2.2 - 2.8	2.2 - 2.8			

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MSRC作成

10年4-6月期の実質GDP成長率が+10.3%と景気が減速、「過熱」から「安定」ゾーン入り

中国の10年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+10.3%(1-3月期：同+11.9%)と景気減速が顕在化している。みずほ証券リサーチ&コンサルティング(以下、MSRC)で試算した前期比年率(季節調整値)で見ると、+8.4%(1-3月期：同+11%台)とやはり減速していることが確認され、景気回復のモメンタムが低下していると想定される。なお、1-6月期の実質GDP成長率は、前年比+11.1%であった。

一方、マクロ経済景気指数の警戒信号指数(月次統計)をみると、直近(10年6月)に、107ポイント(前月比3p)と「安定」のレンジに落ち着く方向にある。なお、「やや過熱」と判断された時期(09年以降)は、09年12月(117ポイント)と10年1月(同値)の2ヵ月のみであった。6月には経済データ10項目の内訳では、消費財小売総額、輸出入総額の2項目のみが「やや過熱」、とくに鉱工業生産指数の項目は5月に「やや過熱」から「安定」の域に入り、6月も同様で2ヵ月継続している。この理由として、過熱抑制策やエネルギー多消費・汚染物高排出の関係業種などへの生産抑制策の効果が奏功したことが挙げられる。重工業(1-3月期：前年比+22.1%)がけん引していた鉱工業生産は、6月に前年比+13.7%と大幅に鈍化、内訳をみると、重工業が同+14.5%に大きく鈍化し、軽工業(6月：同+12.0%)との格差が縮小した。

GDP予測を10年は純輸出の改善で+10.2%、11年は内需の改善で+9.1%に若干上方修正

今後の中国経済を展望すると、政府が意図する質的发展も重視した巡航速度の成長に落ち着く方向にあり、下期に入り、7月の経済指標を概観しても、10年の政府目標に近づいていることから、「積極的な財政政策、適度な金融緩和策」を基本的に継続し、10年下期の実質GDP成長率は前年比+9%台(前期比年率換算：+8%台)を維持すると予想している。11年は、次期5ヵ年計画(11~15年)の初年度に当たるが、中国の党・政府首脳部は、長期に亘る持続可能な発展を視野に、現在、重要な当該5ヵ年計画を策定中(10月開催予定の中共中央第17期「5中全会」で骨格が公表)で、経済社会の運営は「良好で比較的速い安定成長」を基本方針とすることが想定されるため、潜在成長率(+8~+9%)程度の経済成長が目標に掲げられよう。MSRCでは、実質GDP成長率の10年予測を純輸出の改善で前年比+10.2%(10年5月予測：同+9.7%)に、11年予測を内需の改善で前年比+9.1%(10年5月予測：同+8.9%)に若干上方修正した。

ここで、中国経済の展望する上で主な重要なポイントとして、基本的に国内の経済社会建設(5ヵ年計画のサイクル)や政権の世代交代と密接な関係にあるが、資源エネルギーなどの海外依存度の高まりや投資・貿易の拡大など、グローバル化の進展に伴い、外部環境の変化の影響度合いが高くなっている、中国経済の規模が世界第2位(10年予想)にまで大きくなり、従来のような経済成長一辺倒を継続すれば、世界的な資源エネルギー・環境・気候変動などの問題が深刻化することが懸念され、かつ、中国社会の不安定が懸念されるまでに所得・富の格差が大幅に拡大している - などが挙げられる。

役職任期(12年秋の党大会まで)が残り2年程度に迫った中国の胡国家主席・温首相の現政権は、以上2つの大きな課題の解決に向け、経済成長の方式と産業構造の転換、低炭素社会の構築、地域経済社会の協調発展と資源配分の不均衡是正、国民の生活・文化的水準の底上げと戸籍制による差別待遇の解決、グローバル経済の一員としての責任と国際的協調外交 - などを視野に、重要な出発となる次期5ヵ年計

画(11-15年)を策定し、次世代の政権に継承されていくように布石が打たれると考えられる。

政府の意図どおり、7月の経済指標は「質的发展をより重視した巡航速度」の軌道の上に

下期に入り、足元7月の経済指標の動向をみると、「良好でかつ比較的速い景気の安定的成長」方針に基づく政策の効果が奏功し、中国政府が意図していたとおり、中国景気は「質的发展をより重視した巡航速度」に落ち着いてきた。とくに鉱工業生産の重工業の動きをみると、7月に前年比+13.3%と引き続き鈍化ながら安定域に入り、業種では鉄鋼業(7月同+6.0%)、化学業(7月同+13.7%)などの鈍化が顕著である。固定資産投資(都市部)は、重複投資や過剰業種投資などの抑制に伴い1-7月累計で+24.9%と緩やかに鈍化、その中で不動産開発投資(約2割シェア)は、中低所得向け保障性住宅の建設促進を背景に同+37.2%と高水準で推移し、投資全体の伸び率をけん引している。消費財小売総額は、7月に前年比+17.9%と、雇用の持ち直しや最低賃金大幅引き上げの全国的な波及などを背景に消費マインドが腰折れする状況にはなく、底堅く推移している。一方、貿易動向は、輸出金額が前年比+38.1%、輸入金額は同+22.7%で、貿易黒字は同+170%の287億ドルと予想以上に拡大、とくに輸出金額が国際金融危機前の最高金額(08年7月)を上回る水準に回復している。

経済政策では、とくに適度な金融緩和策の連続性と柔軟性が維持されており、1-3月期の行き過ぎた金融緩和の修正から、7月にはマネーサプライ(M2)の伸び率が、前年比+17.6%(1月:同+26%)と政府目標(+17%)にほぼ達する水準に至っている。インフレ圧力は一時的な要因を除くと、緩和の動きが窺える。

バブル懸念の不動産市場は、4月をピークに3ヵ月連続鈍化、とくに中古住宅価格が前年比+6.7%と05年後半~07年上半期の期間の単純平均水準(+5.7%程度)に迫る鈍化の動きである。絶対水準(単価:元/m²)では、直近6月に、対10年4月(ピーク時)比で、東部地区が25.6%、1級都市の北京市(26.0%)や上海市(19.6%)など、住宅価格の調整が進展している。

このように、中国の景気減速を示す指標が散見され、一部のマスメディアや市場関係者の間で、下期に景気下振れ警戒の懸念が浮上しているが、MSRCでは、政府が意図した景気減速の水準と捉えており、不動産市場の動きを含めて、ソフトランディングシナリオを想定している。

リスク要因は 銀行の経営財務(正常化へ監視強化)と 外部環境(当面、緩やかな回復を前提)

今後の主なリスク要因として、銀行の経営財務状況が、地方政府の隠れ債務問題、中国の銀行業監督管理委員会(「銀监会」)による銀行系列下のオフバランス信託資産のオンバランス化に関する通知や、「四半期ごとの定期的な銀行による不動産貸出債権のストレステスト実施(不動産価格が30%以内で下落した場合)」など、先行き懸念が高まっている、米国の景気減速の先行き懸念や、欧州財政危機対応の緊縮財政実施に伴う欧州景気の先行き不安など、外部経済環境の不透明性が強まっている - などが挙げられる。

では、銀行業界は銀监会や人民銀行など当局の行政指導強化の下、増資計画の策定・実施や企業統治体制・運用、資本・リスク管理能力の向上強化を余儀なくされ、不動産市場はピーク水準比で30%程度の調整が予想されるため、銀行業界は11年末まで経営健全化推進で、大きな波乱は想定されない。

では、米国景気が足元、雇用改善の遅れなどに伴い緩やかな回復に留まっているものの、金融緩和継

続など景気浮揚策や企業・消費マインドの改善などを背景に 11 年以降回復力が高まり、一方、欧州景気も緊縮財政政策と金融政策のバランス、ユーロ安による恩恵(輸出)などを背景に、低調ながらも予想外の大きな下押しはないという前提の下、中国の貿易動向は、11 年の貿易黒字が横ばい圏で、純輸出の実質 GDP 成長率寄与度はほぼゼロの予想を立てている。

人民元問題は、中国人民銀行が 6 月 19 日に「人民元レート形成メカニズム改革の更なる推進と人民元レートの弾力性強化」の談話を発表し、自主性、制御可能性、漸進性の原則の下、人民元改革を推進、バスケット相場を参考とする管理変動相場制を実質的に再開し、政治外交問題は解決の方向に踏み切られた。中国の貿易黒字は再拡大の兆しが顕在化し、緩やかな元高ピッチに対する米国議会などの不満は強まる方向にあるものの、MSRC では、貿易動向の雇用に与える影響度や賃金上昇率アップの動きなどを勘案すると、人民元レートを 10 年末に前年末比 +4% 強の 6.55 元/ドル程度、11 年末には前年比 +5% 程度の 6.25 元/ドル程度と緩やかな上昇を予想している。

[中国経済の予測総括表]

(単位: %)

(年)	実質GDP 成長率	消費財小売 総額	社会固定資 産投資	輸 出	輸 入	貿易収支 (億ドル)	消費者 物価	鉱工業生産 (付加価値)	人民元 (元/ドル)
07	13.0	16.8	24.8	25.7	20.8	2,622	4.8	18.5	7.30
08	9.6	21.6	25.5	17.2	18.5	2,940	5.9	12.9	6.82
09	9.1	15.5	30.1	16.0	11.2	1,961	0.7	11.0	6.83
10 MSRC 予想	10.2	17.9	23.5	28.1	35.9	1,909	2.9	16.1	6.55
11 MSRC 予想	9.1	17.0	21.5	16.0	17.3	1,954	2.8	15.3	6.25

注: 前年比、人民元レートは期末値

出所: 中国国家統計局資料、中国海関総署資料、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想

[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
09	Q1	6.5	8.6	5.2	0.2
	Q2	8.1	8.6	22.6	6.0
	Q3	9.1	9.5	23.2	5.5
	Q4	10.7	10.7	25.0	5.0
10 MSRC 予想	Q1	11.9	12.8	16.6	1.2
	Q2	10.3	10.5	12.4	0.2
	Q3	9.5	9.8	11.2	0.3
	Q4	9.0	9.9	10.6	0.3
11 MSRC 予想	Q1	8.7	10.3	12.0	0.2
	Q2	9.0	10.3	12.9	0.2
	Q3	9.2	10.0	12.6	0.2
	Q4	9.5	10.7	13.3	0.2
09		9.1	9.4	19.0	4.2
10 MSRC 予想		10.2	10.8	12.7	0.1
11 MSRC 予想		9.1	10.3	12.7	0.0

注: 前年比、需要項目の値はMSRC推定(09Q1と10Q1を除く)、* 寄与度

出所: 中国国家統計局資料、CEIC Dataを基にMSRC作成、予想はMSRC予想

インド経済は、旺盛な需要や成長バイアスの強い政策対応、資金流入回復などで高成長続く、中期的な経済の歪み・リスクも

10年4-6月期実質GDP（8月31日発表）は、1-3月期の前年比+8.6%に続いて8%台後半の堅調な伸びになったとみられる。業種別にみると、製造業を中心とした産業部門は、4-6月期の鉱工業生産が前年比+15.2% +11.6%と過熱感が和らぐ形になった。これは、テクニカル的にみて前年のベース効果が前期に比べて薄らいだことも大きいとみられる。ただ、基調としては、企業業績の回復による雇用所得環境の改善、銀行貸出の回復などを受けた都市部中間所得層の旺盛な耐久消費財需要、企業の設備投資の増加などにより堅調な回復が続いていると言えよう。一方、農業部門は昨冬の乾季農作物の生産が良好な結果となり、72年以来の歴史的な干ばつで下ぶれた09年10-12月期からの回復傾向が続いている。また、サービス業部門も銀行貸出の回復や不動産・住宅市場の持ち直し、輸出の牽引役であるITサービスや携帯電話など通信セクターの回復などから伸びがやや高まるとみられる。このため、全体で見れば製造業の伸び鈍化をその他の部門がカバーする形で堅調な成長が続いていたことを確認する形となろう。

10/11年度（11年3月期）の成長率については、前年比+8.4%程度になると予想している（前回5月時点では同+8.5%）。当局の政策スタンスは景気回復を受けて財政・金融政策の出口戦略が進むものの、引き続き高成長や格差解消など成長にバイアスのかかったスタンスが維持され、成長を下支えするとみられる一方、民需は旺盛な需要や海外からの投資増加などもあって堅調な回復が想定されるためだ。具体的には、政府は10/11年度予算で財政再建に向けて舵を切ったものの、国有企業株の放出や携帯3Gのライセンス売却など歳入面での一時的な収入に依存する部分が大きい一方、歳出については上記のように農村・地方向け支出については格差解消の観点から高水準を維持しており、物品税など減税の一部打ち切りはあるものの、財政面からの景気下支えの効果が当面は大きく低下しないこと、金融政策面でも、3月の臨時会合以降、累計で100bp（レポレート）の利上げを実施しており、今後も景気回復やインフレ上昇により、年度内更に50bp程度の追加利上げが行われよう。ただ、8%台の高成長が続くなかで累計150bp程度に留まれば、03~04年の低金利環境をやや上回る程度であり、個人消費などへの下押しという点では、引き続き限定的なものに留まること、個人消費は政府の財政支援もあって農村部の所得底上げが進んでいることや03年以降高成長が続くなかで都市部中間・高所得層の増加傾向が続いている（世帯ベースで足元は全体の2割近いとの試算も）なかで、企業業績の回復に伴う雇用所得環境の改善や銀行の与信姿勢の緩和などから回復傾向が続くこと、企業の資金調達環境は銀行借り入れ以外にも国内の直接金融（IPOや増資）や大企業を中心に海外からの借入に依存する部分も大きい。この点で欧州のソブリンリスクを巡る海外金融市場の不安定な動きもやや落ち着く方向にあることや主要国の景気回復・低金利環境の持続なども支えとなって、企業を取りまく資金調達環境が大きく変調をきたすことは想定し難いこと、米国やアジアの景気回復により輸出の回復傾向が続くほか、海外からの直接投資も緩やかな増加傾向が続き、政府のインフラ投資と合わせて投資の回復傾向が続くこと などのためである。

11/12年度の成長率については、前年比+8.2%程度と前年から伸びがやや鈍化しつつも、8%台の高成長が続くと想定している（同+8.1%）。これは、金融政策面では、インフレ率の緩やかな鈍化を受けて

中銀の金融緩和の出口戦略がほぼ一服するとみられる、財政政策面でも、景気回復に伴う税収増もあって引き続き大幅な歳出抑制などの政策変更は想定し難いほか、11/12年度は政府の5ヵ年計画最終年度に当り、インフラ投資の積み残し分の実施が進む可能性もある（政府の計画委員会は再来年度から始まる次期12次5ヵ年計画＜12/13年度～16/17年度＞は官民合わせて総額1兆ドルに達すると意欲的な試算をしている）民需は、10年後半以降は主要国の循環的な景気持ち直しによる輸出や企業業績の回復、投資家のリスク姿勢の改善による資金流入の増加などからモメンタムが回復していくなどから、年度で見れば、8%台の高成長の維持が可能とみられるためである。

リスクとしては、**ダウンサイド**としては、米国の景気減速や欧州の景気後退懸念などが高まることで投資家のリスク回避による資金流出や資金調達コストの上昇により、企業や家計のマインド悪化による投資や消費の減退、インフレは、食料品価格は鈍化傾向にあるが、石油製品向け補助金改革の進展による値上げが短期的に想定されるほか、賃金や最終財などへのコスト転嫁圧力が強まり、インフレの全般的な上昇が更に進み、中銀の金融引き締めスタンスが強まる。また、物価上昇に対する国民の反発が強まるなかで、貧困層向けの財政支出が増加し財政再建路線が一部修正され、投資家のリスク姿勢が後退する、為替は、高水準の貿易赤字などで実需面からの売り圧力が強いなか、他の主要通貨との対比でみて戻りは相対的に緩やかなものの、実質実効レートベースで見ると、物価上昇が進んでいることから、金融危機前の水準を上回っている。ITなど競争力のあるセクター以外は、綿製品など付加価値の低い加工品や農漁業関連の一次産品のシェアも小さくないため、実効レートの増価による輸出への影響が懸念される、景気回復に伴う輸入の増加で貿易赤字、経常赤字が再び増加傾向にあり、直接投資は緩やかに増加傾向にあるものの、証券投資や借入れなどへの依存が高まり、中期的に対外バランスは悪化していくなどが指摘できよう。アップサイドのリスクとしては、主要国の景気減速懸念の後退や成長率見通しの上方修正に伴う、投資家の積極的なリスクテイクやインドの輸出の上ぶれ、インフレ率の鈍化傾向が進むことで金融引き締めペースが鈍化すること、などがあろう。

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	10/11年度(予)	11/12年度(予)
実質GDP成長率(%)	9.5	9.7	9.2	6.7	7.4	8.4	8.2
農林漁業	5.2	3.7	4.7	1.6	0.2	4.0	3.5
産業	9.3	12.7	9.5	3.9	9.3	8.7	8.9
サービス業	11.0	10.2	10.5	9.8	8.5	9.3	8.9
鉱工業生産(%)	8.2	11.5	8.5	2.7	10.4	9.2	9.1
輸出(億ドル)	1031	1264	1629	1853	1677	2226	2551
輸入(億ドル)	1492	1857	2514	3037	2617	3684	4236
貿易収支(億ドル)	461	593	885	1184	942	1458	1685
財政収支(GDP比:%)	4.0	3.3	2.6	6.0	6.7	5.1	4.8
インフレ率(WPI,%)	4.4	5.4	4.7	8.4	3.7	9.4	5.7
政策金利							
(3月末:%)							
レポ	6.50	7.50	7.75	5.00	5.00	6.25	6.50
リバース・レポ	5.50	6.00	6.00	3.50	3.50	5.00	5.25
預金準備率(%)	5.00	6.00	7.50	5.00	5.75	6.50	6.50

注:年度ベース(4-3月期)、貿易は通関ベース(直近は月次データ)、財政収支は中央政府のみ、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MSRC作成

ブラジル経済は景気やインフレの過熱感緩和、利上げによるオーバーキル回避、中国や欧米など海外景気睨みの展開続く

ブラジルの 10年4-6月期実質GDP（9月3日発表）は、全体の約6割を占める個人消費が10年3月末で自動車や家電などの減税が期限切れとなったことによる駆け込み需要の反動減などから、4-6月期の実質小売売上が前期比+0.1%と伸びが大幅に鈍化している、総固定資本形成も生産の回復による稼働率上昇や政府系銀行による貸出下支えなどから、設備投資の堅調な回復が続いているものの、足元の生産のモメンタムがやや鈍化していることもあり、1-3月期まで3期連続で前期比+7%台の高い伸びからやや鈍化する、輸出も中国の金融引き締めによる輸入の鈍化や米国の4-6月期輸入の結果などからすれば、前期に続いて伸びが鈍化する などから、5期連続で前期比プラス成長となるものの、伸び率は前期の+2.7%から1%前後に鈍化するとみている。

10年の成長率については、前年比+7.0%程度と潜在成長率（4%台前半）を大きく上回る高い成長になると引き続き予想した（前回7月時点では+6.7%）。背景には、企業業績の回復による雇用・所得環境の改善、ボルサファミリア（貧困層向け現金支給）や最低賃金引き上げなどによる貧困層の底上げと中間層の拡大、中期的な中国など新興国の資源需要の増加を見込んだ直接投資の拡大、内外金利差を狙ったキャリー取引などの資金流入の増加などがある。ただ、テクニカル的にみれば、10年に対する成長率のゲタが3%程度と高いほか、1-3月期が減税の駆け込み需要で年率10%を超える高い成長でスタートしたことも大きい。10年内のモメンタムで見れば、年後半は鈍化していくと予想している。背景には、政策面では、上記のように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月で期限切れとなったことや、資本財関連の減税についても6月末で終了するほか、景気回復やインフレ上昇を受けて政府が歳出の一部抑制を示唆していることから財政面からの景気下支えが年後半は緩やかになっていく、金融政策も4月以降累計で200bpの利上げが行われ、ローン金利の上昇により消費の回復モメンタムが抑制される、輸出は主要な貿易相手国である中国の輸入が金融引き締めの影響で短期的に鈍化傾向が続くほか、米国の景気減速もあって回復ペースが鈍化するなどが挙げられる。

金融政策の見通しとしては、7月の定例会合で景気やインフレ見通しを前回6月会合から大きく修正したことで市場の金利予想は下方修正が進んでいるが、今後も景気モメンタムの鈍化やインフレ率の上昇一服などからすれば、利上げのペースは緩やかになるとみており、年内ではあと1回程度の利上げを現時点で想定している。ただ、次回9月会合での中銀のスタンス次第では年内据え置きの可能性も出てきていると言えよう。

11年の成長率については、前年比+4.7%程度と減速するものの、潜在成長率程度の成長をキープするものと予想した（同+4.6%）。前年に比べて伸びが大きく鈍化する背景には、年前半は今までの利上げによる消費など景気への下押しや、米国など海外景気のもメンタム鈍化による輸出の鈍化が続く、テクニカル的には10年内の成長率が尻下がりとすることによる11年の成長率へのゲタが重石となるなどが挙げられる。基調としては、雇用・所得環境の改善を受けた消費の拡大が続くほか、中国などの資源需要を背景にした資源関連投資、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、年後半以降の海外景気回復を受けた輸出の持ち直し - などから、ヘッドラインの成長率は前年対比で鈍化する

ものの、年度内の成長率などからすれば、堅調な景気拡大局面が続くとみている。

今後の留意点としては、中国の金融引き締めについては、不動産市況の下落や生産などにモメンタム鈍化の動きが出てきているなか、中国当局もそういった足元の経済状況に対する配慮を示していることで、更なる引き締め観測の後退などから、中国本土株が買い戻しの動きとなっているが、中国当局の今後の政策スタンスや資源需要の動向、米国の景気減速懸念や欧州の景気後退懸念が燻っているが、米国や欧州景気の市場コンセンサスからの下振れによる投資家のリスク回避でブラジル国内への資金流入減退や輸出の鈍化などが生じる。特に金融・貿易面で繋がりの深い欧州景気（特にスペインなど）の動向、10月の大統領選挙については、与党候補の支持率が野党候補をやや上回っているようであるが、どちらが勝つにしても中道左派的な政策スタンスに大きな違いはみられない。新政権の経済閣僚の顔ぶれや個別の政策動向（金融政策や為替への対応<為替が一段と上昇した場合の為替介入・資本規制など>、PAC2などインフラ投資計画やボルサファミリアなど）などが挙げられる。

ブラジル経済の予測総括表

	05年	06年	07年	08年	09年	10年(予)	11年(予)
実質GDP成長率(%)	3.2	4.0	6.1	5.1	0.2	7.0	4.7
個人消費	4.5	5.2	6.1	7.0	4.1	6.8	4.6
政府消費	2.3	2.6	5.1	1.6	3.7	2.6	2.2
総固定資本形成	3.6	9.8	13.9	13.4	9.9	26.0	10.1
輸出	9.3	5.0	6.2	0.6	10.3	10.0	7.8
輸入	8.5	18.4	19.9	18.0	11.4	38.8	14.8
貿易収支(10億ドル)	44.9	46.5	40.0	24.7	25.4	11.2	3.8
経常収支(10億ドル)	14	13.6	1.5	28.3	24.3	47.2	59.2
財政収支(GDP比:%)	3.4	3.5	2.7	1.9	3.3	3.7	3.9
鉱工業生産(%)	3.4	2.9	5.9	2.9	7.3	12.1	5.8
インフレ率(%)	5.7	3.1	4.5	5.9	4.3	5.2	4.9
政策金利(%)	18.00	13.25	11.25	13.75	8.75	11.25	11.75

注：網掛けはMSRC予想、インフレ率、政策金利は期末値

出所：各種資料を基にMSRC作成

終盤に近い悲観のドル売り

ドル円相場は5月の戻り高値94.99円(5/4)を境に反転、その後は延々とドル安・円高が続く相場展開となっている。きっかけは、誤発注に伴う異常な米株安(5/6)が株式市場全般の地合い悪化に繋がっていったことだとみている。ドル安が長引いた背景には欧州問題と市場のセンチメントの悪化が重なったものとみている。当初、米国経済は一連の景気刺激策が一巡する頃には、順次、経済指標は弱含んでいくとの市場予想が事前のコンセンサスとしてあった。だが、実際の市場反応は軽めの景気中だるみに対してのものというよりは、景気の二番底を懸念するものだった。それは、米2年国債利回りがリーマンショック後に付けた最低利回り(0.6044%)を下回る動きとなったことに表れている。

景気二番底懸念は、まず、資産高効果によって押し上げられた部分の剥落が予想以上であったからではないかとみている。例えば、株高の恩恵が集中する高所得層の個人消費が、株安によって足踏みすると、民間サービス部門雇用の増加テンポが鈍化するという連想があったのかもしれない。昨年来の株高が予想外の景気回復をもたらしただけに、緩やかな景気回復に回帰すること自体が急な冷え込みに感じられた面があったのではないか。

他方、FRBの景気認識の変化には、思いのほか欧州問題が影を落としている。6/9時点のバーナンキFRB議長議会証言では、緩やかなペースの景気回復シナリオは変わらず、欧州の影響を見極める程度リスク判断にとどまっていた。だが、7/21の定例議会証言では欧州問題が米成長見通しの下方修正の理由と位置付けられ、景気のダウンサイドリスクを警戒(「経済見通しは引き続き異常なほど不透明」)したスタンスを鮮明にした。また、必要に応じて一段の政策対応の用意があるとの議長発言は先行きの政策変更を期待させることとなった。

そして、8月のFOMC(8/10)では、景気判断の下方修正を行うとともに、出口政策への地均しを一旦休止すること(FRB保有証券の償還資金の国債再投資を決定)に踏み込んだ。これは今後、米国景気が回復シナリオを裏付ける経済指標が出ない場合、次回以降のFOMCで追加緩和策を実行すると市場観測を強めるものとなった。

FRBの慎重な先行き見通しは、一段の米金利低下、ドル売りという形の市場反応をもたらしている。もっとも、実際の米国景気はここにきて腰折れてきているわけではなく、緩やかな景気回復は継続している。米国が足枷とならなければ、世界景気の回復継続がメインシナリオであることに変更はない。

とみれば、現在のドル売りは過剰な悲観に基づいたオーバーシュートであろう。ドル円相場は中長期のサイクル・ボトムに接近しており、当面、82~92円を予想するが、ボトムアウト後は緩やかな円安への戻りを想定している。ユーロドル相場は当面、1.18~1.33ドルを予想。日柄を経て、ユーロは再び調整継続を予想する。こうした相場トレンドは11年も継続するとみている。

【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/>