

2010/2011 内外マクロ経済予測

2010年11月17日  
広告審査番号 MFB151-101117  
MSRC 審査番号 06-A-101117**日本経済は短期的な調整を経て、外需主導で回復軌道に復帰**

投資調査部

- ▶ **日本経済**は、これまでの回復を牽引してきた輸出の増勢が鈍化してきている一方、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、回復ペースが減速してきている。当面、輸出の減速や駆け込み需要の反動などから生産調整局面を迎えるとみられるものの、回復の起点となる輸出の増加基調が維持されるとみられる。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、最終需要の増加基調が維持されるもとであれば、在庫の積み上がりが限定的であるため、生産調整も短期的な動きに留まるとみられる。などから、回復基調が途絶える可能性は低いと考えている。11年半ば以降については、内外における在庫調整が一巡するとともに、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、日本経済の回復モメンタムは再び高まっていく。ただし、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとで、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という課題は残されている。実質 GDP 成長率は10年度が+2.5%(前回予測: +2.0%)、11年度は+1.5%(同: +1.5%)を予想する。【日本予測表: 4ページ】
- ▶ **米国経済**は、10年7-9月期の実質 GDP は前期比年率+2.0%と前期から加速。主な需要項目が概ね底堅く推移するなかで、特に個人消費の回復ペースが緩やかながらも上向いている点が評価される。雇用は政策面からの不透明感もあって、依然として緩慢な回復に留まっている。しかし、このように需要が底堅く推移しているのであれば、雇用増加の動きが途切れる可能性は小さく、需要と雇用の相互連関の中で景気は回復の動きを続けることができよう。目先は、量的緩和がもたらす資産効果がどれだけ景気を押し上げることができるかについても注目しておきたい。実質 GDP 成長率は10年が+2.7%(前回予測: +3.0%)、11年は+2.5%(同: +2.8%)を予想。【米国予測表: 7ページ】
- ▶ **欧州経済(ユーロ圏)**は、4-6月期の前期比+1.0%成長から7-9月期は同+0.4%と減速。特殊要因の剥落に加え、先進国経済の循環的な収縮の影響も受けつつある。斯かるなか、輸出競争力の高い中核国と財政再建に追われる周縁国の格差は更に広がった。中核国の経済成長はラグをもって周縁国に波及するとの期待もあるが、その中核国においても11年以降財政政策は緊縮的となることから、経済の拡張速度は緩慢に。実質 GDP 成長率は10年が+1.7%(前回予測: +1.2%)、11年が+1.2%(同: +0.5%)と予想。【欧州予測表: 11ページ】
- ▶ **中国経済**は、実体経済の成長減速に対する懸念が後退し、インフレ圧力に対する懸念が強まっている。10月に、特定6行向け預金準備率引き上げと利上げが、11月に5回目の預金準備率引き上げが相次ぎ打ち出され、名実ともに金融政策(従来の「適度な金融緩和策」)の転換に踏み切ったようだ。10年10-12月期の実質 GDP 成長率は、引き続き底堅い輸出などで前年比+9%程度を想定している。11年は、次期5ヵ年計画(11~15年)の初年度に当たるが、中央政府の安定した経済成長方針と地方政府の根強い開発意欲とのせめぎ合いの中、上半期から下半期にかけて、景気モメンタムが強まっていくパターンが想定され、潜在成長率(+9%)程度の経済成長が考えられる。実質 GDP 成長率の10年予測は、前年比+10.2%(前回予測: +10.2%)と変わらず、11年予測は、内需の改善で前年比+9.3%(同: +9.1%)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海外からの資金流入などを背景に10/11年度、11/12年度とも8%台の高成長に。ただ、貿易・経常赤字の拡大や、インフレ率の高止まりなどで中期的な歪みが拡大するリスクに留意。一方、ブラジル経済は交易条件の改善や資源関連投資増加、個人消費の回復などで、11年の成長率は4%台の巡航速度に。11年春以降は追加利上げで景気過熱抑制へ。経常赤字の拡大傾向や、リアル高が続いた場合の当局の政策対応にも留意が必要。【インド、ブラジル予測表: 18ページ】
- ▶ **為替相場**は、ドル円相場はドル安・円高トレンドが終了していく方向にあり、ユーロはまだ通貨高の調整余地を残している状況にある中、新興国通貨は通貨高圧力を受けていく流れにあるとみている。ドル円相場は、2011年にかけて90円台乗せが視野に入ると予想する。

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。

## 短期的な調整を経て、外需を起点とする回復軌道に復帰

10年7-9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、10、11年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年9月13日)。その結果、実質GDP成長率は10年度+2.5%(前回予測:同+2.0%)、11年度+1.5%(同+1.5%)となった。前回予測に比べると、10年度の成長率は上方修正となっている。ただし、主な上方修正の背景は、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)が上方修正となったという技術的な要因のほか、10年7-9月期GDPの実績が前回予測時点の想定を上回ったことによるものである。先行きについては、7-9月期の実績上振れが下記のような一時的な要因に起因するものであるため、その反動を見込む形で、10年10-12月期の予測を下方修正した点を除けば、概ね前回予測時点の見方を踏襲している。

10年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.9%となった。需要項目ごとの内訳をみると、回復の起点となる輸出の増勢が鈍化してきており、設備投資の回復ペースが緩やかなものに留まるなど、内需への波及も依然として緩慢であるものの、エコカー補助金の終了や10月のたばこ値上げを控えた駆け込み需要の顕在化や猛暑によるエアコンなどの販売好調といった一時的な要因によって、個人消費が大幅に増加したことが当期の成長に寄与したなどといった点が確認される結果となっている。基調としてみれば、日本経済は、これまでの回復を牽引してきた輸出の増勢が鈍化してきている一方、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、回復ペースが減速してきているといえよう。当期の高成長はあくまで一時的な要因によるものといえる。

当面の日本経済については、輸出の減速や駆け込み需要の反動などから生産調整局面を迎え、10年10-12月期はマイナス成長に転落する可能性が高い。しかしながら、米国や中国をはじめとする海外経済の回復基調が維持されるもとで、回復の起点となる輸出の増加基調が続く可能性が高いとみられること、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く、再び調整圧力が強まるとまでは考えづらいこと、このように最終需要の増加基調が維持されるもとであれば、在庫の積み上がりが限定的であるため、生産調整も短期的な動きに留まるとみられることなどから、回復基調が途絶える可能性は低いと考えている。11年半ば以降については、内外における在庫調整が一巡するとともに、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、日本経済の回復モメンタムは再び高まっていこう。

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、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く、賃金・物価のデフレ圧力は根強く残ると判断している。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（11年8月に予定されている消費者物価指数の基準改定の影響は考慮していない）。

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、法人税率の引下げやFTA・EPAの推進、規制緩和など、企業や家計の成長期待を高めることで、支出を促すような成長戦略を着実に実行に移す政治の強いリーダーシップが期待されることである。

## 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、米国経済の動向（FRBの追加金融緩和による資産効果や企業・家計のマインドの動向など）、中国経済の動向（過剰流動性対応の舵取り）、欧州における緊縮財政の影響や金融不安が再燃する可能性、先進国における金融緩和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=80円、原油入着価格は1バレル=85ドル、財政政策は、「新成長戦略実現に向けた3段階の経済対策～円高、デフレへの緊急対応～」に基づいて打ち出された2つの対策を織り込み、11年度は概算要求や中期財政フレームの方針に基づく、金融政策は、予測期間中、現行の包括緩和政策を維持。

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など下振れリスクが高まる場合や、デフレ脱却に向けた動きが政府の目標や日銀の想定に比べて遅れていると判断される場合には、資産買入れ基金の金額規模の増額や買入対象資産の拡大などにより、追加的な緩和政策が検討される可能性も考えられよう。

## 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 (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)			
名目GDP	0.3	0.6	0.4	1.7	0.7	0.7	0.6	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6	3.6	0.9	0.8
実質GDP	2.4	0.4	1.0	1.6	0.4	0.9	0.6	0.2	0.4	0.5	0.7	0.8	1.8	2.5	1.5
(前期比年率)	9.9	1.5	4.2	6.6	1.8	3.9	2.4	0.9	1.8	2.2	2.9	3.1			
*国内需要	0.3	0.9	0.5	1.0	0.1	0.9	0.6	0.2	0.3	0.3	0.5	0.5	2.3	1.4	0.9
*民間需要	0.2	0.8	0.4	0.9	0.2	0.9	0.6	0.1	0.1	0.4	0.5	0.6	3.0	1.4	0.9
民間最終消費支出	1.3	0.5	0.7	0.7	0.1	1.1	1.3	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.8	1.3	0.3
民間住宅	9.2	8.3	3.5	2.0	0.8	1.3	1.6	1.3	1.4	1.7	1.4	1.2	18.4	1.1	5.9
民間企業設備	5.0	2.1	1.7	1.0	1.8	0.8	1.2	0.6	0.8	1.1	1.8	2.1	15.3	4.4	4.5
*民間在庫品増加	0.1	0.6	0.1	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.5	0.1	0.0
*公的需要	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.7	0.0	0.0
政府最終消費支出	0.1	0.2	0.6	0.6	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.7	1.1	0.8
公的固定資本形成	9.1	2.1	1.0	0.7	2.3	0.6	3.0	1.0	2.0	3.0	2.5	2.0	9.3	5.3	3.1
*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	2.1	0.5	0.5	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.5	1.1	0.6
財貨・サービスの輸出	10.1	9.3	5.1	7.0	5.6	2.4	1.1	0.9	1.9	2.5	3.0	3.2	9.5	19.2	8.2
財貨・サービスの輸入	5.4	5.2	1.4	3.2	4.0	2.7	0.9	0.7	0.8	1.1	1.8	2.0	12.2	11.5	4.8
GDPデフレーター	0.5	0.7	2.9	3.0	1.8	2.0	1.3	1.3	0.4	0.6	0.8	0.8	1.8	1.6	0.7

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				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 (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)			
鉱工業生産	27.4	19.4	4.3	27.5	21.0	13.5	2.5	2.7	3.3	0.5	5.1	5.0	8.9	7.8	1.5
(前期比)	6.5	5.3	5.9	7.0	1.5	1.8	4.0	1.7	0.8	1.1	1.4	1.6			
国内企業物価	5.5	8.2	5.2	1.7	0.2	0.1	1.1	1.0	0.6	1.3	0.8	0.9	5.2	0.5	0.9
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.2	1.0	0.5	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2	1.6	0.8	0.2
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.2	4.9	5.2	5.1	5.0	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	5.2	5.1	4.8
名目雇者報酬	4.6	3.8	4.5	0.2	1.2	1.0	1.3	0.3	0.0	0.5	1.0	1.2	3.5	0.8	0.6
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	83.7	76.0	81.2	83.5	85.0	86.0	87.0	88.5	90.0	77.5	81.3	87.8
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	5.0	3.6	4.7	3.9	4.8	4.3	5.1	4.2	5.4	15.8	17.1	19.0
政策金利(無担保コールO/N物)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1			
長期金利	1.45	1.34	1.31	1.33	1.27	1.04	0.95	1.00	1.10	1.10	1.20	1.20			

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

## 腰折れ懸念は後退、景気回復の動きが続く見通し

米国の10年7-9月期の実質GDPは前期比年率+2.0%と、前期の同+1.7%から僅かに加速した。減税効果が剥落した住宅投資が大幅減となったほか、輸出や設備投資のモメンタムも前期から鈍化したものの、中核となる個人消費が同+2.6%と底堅く推移した。雇用・所得環境が緩やかながらも改善し続けていることに加え、ギリシャ・ショックに端を発する春先からの株価調整の動きが一巡し、住宅価格にも下げ止まり感が出ていることから、資産面からの下押し圧力が抜けてきたものとみられる。純資産との相関が高い貯蓄率は5.5%と、前期から低下している。設備投資に関しては、機器ソフトウェア投資がこれまでの反動増の動きが一巡しつつも、引き続き堅調に推移。長らく調整が続いた構築物投資も、9期ぶりによく増加に転じている。もっとも、それは鉱業部門と通信・電力部門に支えられたものであり、懸案の商業用不動産に関しては引き続き大幅なマイナスとなっている。その他、在庫投資は前期から積み上げペースがやや加速したことから寄与度が拡大。輸出はほぼ予想通りに緩やかに鈍化する動きが続いている。

今後の景気動向を見通すと、まず生産面からみた循環的なボトムは、ISM製造業景況指数や生産の出荷在庫バランスを参考にする限り、おそらく11年1-3月期辺りになるのではないかとみている。企業が過剰な在庫をほとんど抱えていないことに加え、最終需要の増加が続いていることから、循環的な在庫調整圧力は軽微、かつ短期間に留まろう。また、調整圧力が乏しいという点は労働力にも当てはまる。例えば、民間部門の雇用者数を確認すると、米企業は08年に入って約850万人の雇用を削減したものの、現時点で約120万人ほどしか取り戻していない。同様に、労働分配率はかつてない水準にまで低下しており、コスト面からみても調整圧力が限定的であることが分かる。こうしたなかで、需要回復が続くとすれば、企業はいずれ雇用を増やす必要に迫られるであろう。特に、ここ最近ではサービス消費が着実に上向いてきており、仮にこうした動きが非製造業部門、特に中小企業の雇用に結びつけば、景気はより腰の入った回復をみせ始めるであろう。もっとも、それでも現時点まで新規雇用がやや抑制気味に推移しているのは、政策面に不透明感が残っていること（ブッシュ減税、医療保険改革、金融規制改革など）、個人消費を中心に需要回復ペースが現時点では弱く、先行きの景気見通しに自信が持てない、事業資金の借入れコストが高いなど、中小企業にファイナンス面での制約が残っている、地理的、ないしは技術的に労働需給のミスマッチが起こっているなどが指摘される。このため、雇用はこの先も増加が続くと考えられるものの、以上のような不透明感が払拭されるまでは、その回復ペースは今しばらく緩慢なものに留まる可能性がある。今回の見通しでは、以上のような雇用回復パターンを前提とし、景気は雇用と需要の相互連関の中で、11年末に向け緩やかに回復していくシナリオを想定した。10年の実質GDP成長率は+2.7%（10年8月予測：+3.0%）、11年は+2.5%（同：+2.8%）を予想する。

残る論点としては、まず経済政策の行方が気になるところである。しかし、先般の中間選挙において、民主党が下院で過半数を、そして上院でも安定多数（60議席）を失ったことを踏まえると、今後はおそらく共和党の意向に沿った政策、すなわち財政規律を意識した政策が中心になってこよう。例えば、オバマ大統領が提案している3,500億ドル規模の景気対策の成立は難しく、かつブッシュ減税については、全所得

階層での延長が行なわれることになるのではないかと。その他、州・地方政府の財政状況も、景気を見通す上では引き続き注意が必要であろう。景気悪化に伴う税収不足や歳出増加によって、多くの地方自治体では財政状況が厳しく、行政サービスや雇用の削減を強いられている。但し、景気が回復に転じたことで歳出入のバランスはすでに最悪期を脱しており、かつ10年8月には連邦政府からの支援も実施されている。よって、当初予想されていたよりも財政不足分は縮小傾向にあり、しかも今後は、景気回復の動きに遅行して、財政状況は今よりも良い方向に向かっていくことが予想される。こうした状況を踏まえ、当問題が景気に与える影響に関しては引き続き幅をもってしておく必要があるが、少なくとも最悪期は通過しており、残るは米国景気回復の持続性や民間部門の雇用情勢などが、当問題をどれほど吸収できるかが問われてくるのではないかと。さらに、不動産市況と金融機関の信用動向も景気を左右する重要なポイントである。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同時に信用収縮が引き起こされ、それが景気を押し下げるといったリスクも考え得る。特に、商業用不動産に関しては、財務体質が相対的に脆弱な地方の中小金融機関が経営資源を多く投入しており、かつ13年辺りまでは、毎年1,500億ドル規模のローン借換え需要に対応していく必要がある。こうした状況を踏まえると、金融機関の信用機能が正常に戻り、景気回復の動きがより磐石なものになるまでには、もうしばらく時間がかかりそうである。もっとも、現状が示す通り、当問題も景気回復の動きが続いている限り顕在化せず、不動産需要の持ち直しや金融機関の不良債権処理の進展とともに、状況は少しずつ改善に向かっているとみられる。となれば、もっとも注目すべきことは、やはり雇用と需要が相互的に増加するという景気回復のパスが続くか否かという点であろう。

## 量的緩和に踏み込むFRB

FRBは11/3、11年6月までに6,000億ドルの国債を買い入れる量的緩和策（いわゆるQE2）を発表した。「景気回復ペースを加速させ、かつ最大雇用と物価の安定というFRBの責務に一致するインフレ率を維持する」ことが、その理由として挙げられている。要は、デフレの阻止が主たる理由である。NY連銀によると、すでに実施中のエージェンシー関連資産（エージェンシー債・エージェンシーMBS）の再投資分を含めると、FRBは11年半ばまでに合計8,500～9,000億ドル、月当たり約1,100億ドルのペースで国債を買い入れていく予定となっている。この規模は、前回（09年3月から）の国債買入（QE1：約半年で3,000億ドル）を大きく上回るものであり、かつ、FRBは今後の対応に関して、「責務を達成するために買入規模・ペースを定期的に見直す」としており、金融緩和政策に打ち止め感が出ない配慮を行なっている。以上を踏まえると、FRBは今回のQE2によって、ある程度の期間において、長期金利の頭を抑えることに成功するかもしれない。もっとも、長期金利の上昇を抑制することに成功したとしても、資金需要が乏しい中で、それが实体经济にどれだけの効果をもたらすについては懐疑的な見方が多い。しかし一方で、量的緩和はマーケットに流動性相場への期待をもたらし、かつ市場における資金調達コストを押し下げることから、株を中心とするリスク資産の価格上昇を引き起こす可能性がある。消費全体に占める高所得者のシェアが高いという米国の経済構造を踏まえれば、量的緩和によって株価が上昇した場合、それは消費拡大を通して景

気を押し上げ、ひいてはデフレ圧力を緩和していく可能性が十分にある。FRB の真の狙いも、実はここにあるように思える。もっとも、量的緩和は同時に、ドル安、コモディティー価格の上昇、マネタイズ懸念、出口政策への信頼低下などによって、想定以上のインフレを引き起こす可能性がある。FRB はこの先、こうした悪性のインフレリスクをコントロールしながら、景気を刺激していかなければならないといえよう。なお、当方では以上のようなインフレリスクに加え、量的緩和によって引き起こされる為替変動や資金流入に対して、新興諸国を中心とする海外からの批判が増えていること、11年のFOMCで決定権をもつ連銀総裁4名の内、3名が量的緩和に反対していることなどを踏まえ、FRBがQE2を延長・拡大することは決して簡単ではないとみている。このため、最終的には景気・物価動向やマーケットの動きを考慮しつつ決定がなされるであろうが、当方の経済見通しを前提にすれば、FRBは一旦は残高を維持することによる様子見姿勢にシフトし、必要に応じて追加的な措置を取るという姿勢を示すことで、マーケットの期待をコントロールする方策を試みるのではないかと。

### 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、ダウンサイドともに、今回は量的緩和から派生するリスクをまずは指摘しておくべきであろう。アップサイドについては、繰り返しになるが、金融緩和によって株価上昇が続くとすれば、個人消費が上振れすることで景気は回復ペースを強めることとなる。この際、企業は雇用や設備投資といった供給能力の増強に一段と前向きになる可能性があり、堅調な景気回復が続けば、信用収縮やバランスシート調整といった構造的な問題も早いタイミングで解消に向かっていくかもしれない。一方、ダウンサイドに関しては、インフレ懸念が高まることによって長期金利が上昇、過剰流動性が商品市場にも流入し、コモディティー価格が高騰、新興諸国への資金流入によるバブルが発生、それに対する金融引き締めやバブルの崩壊などが引き起こされるリスクが指摘される。その他、中間選挙で敗北した民主党と共和党の妥協が困難を極め、景気・雇用対策などの政策が滞るといった政治的リスクや、欧州サイドにおける財政引締め政策の影響などには注意が必要であろう。

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	1.7	2.0	2.5	2.2	2.8	3.1	3.2	2.6	2.7	2.5				
(前年同期比)	3.8	4.1	2.7	0.2	2.4	3.0	3.1	2.5	2.1	2.4	2.6	2.8							
個人消費	0.5	1.6	2.0	0.9	1.9	2.2	2.6	2.8	2.9	2.9	3.0	3.1	1.2	1.7	2.8				
設備投資	35.2	7.5	1.7	1.4	7.8	17.2	9.8	8.1	6.7	7.5	8.4	9.7	17.1	5.7	8.5				
住宅投資	36.2	19.7	10.6	0.8	12.3	25.6	29.1	9.8	6.5	4.1	3.8	2.3	22.9	2.9	1.8				
*在庫	1.0	1.1	1.1	2.9	2.5	0.8	1.4	0.3	0.5	0.1	0.2	0.2	0.6	1.5	0.1				
*純輸出	2.8	1.5	1.5	1.9	0.3	3.3	2.0	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4	1.1	0.7	0.8				
輸出	27.8	1.0	12.2	24.4	11.4	9.1	5.0	5.0	4.5	6.5	8.0	9.0	9.5	11.2	6.0				
輸入	35.3	10.6	21.9	4.9	11.2	33.5	17.4	7.0	5.4	7.0	8.7	9.3	13.8	14.2	9.6				
政府支出	3.0	6.2	1.6	1.4	1.6	3.9	3.3	1.1	0.8	0.7	0.8	1.0	1.6	1.1	1.4				
名目GDP 前期比年率	3.9	0.4	2.3	4.7	4.8	3.7	4.2	2.3	2.9	4.7	5.3	3.4	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	1.2	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3	0.9	0.9	1.2				
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.7	9.6	9.5	9.4	9.2	9.0	8.8	-	-	-				
雇用者数増減	75.3	47.7	26.1	9.0	7.9	11.8	12.2	13.0	15.0	18.1	21.3	24.9	-	-	-				
PCEデフレーター 前年比	0.3	0.3	0.7	1.5	2.4	1.9	1.4	1.2	1.0	1.2	1.2	1.3	0.2	1.7	1.2				
同 コア 前年比	1.6	1.5	1.3	1.7	1.8	1.5	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.2	1.5	1.4	1.1				
鉱工業生産	17.6	10.3	8.3	7.0	7.1	7.1	5.2	3.0	2.4	3.0	5.0	6.5	9.3	5.6	3.9				
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	0.00 ~ 0.25	0.00 ~ 0.25	-	-	-				
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.47	2.77	2.70	2.90	3.10	3.40	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、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、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

## 成長率は鈍化も緩やかな成長が継続

11月12日に発表されたユーロ圏の10年7-9月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.4%(前期:+1.0%)と5四半期連続のプラス成長を記録した。市場予想を上回る成長を記録した4-6月期については、1-3月期に寒波の影響で建設投資が不振であったことの反動によるもの(総固定資本投資の伸びが前期比+1.5%と寄与)やサッカーW杯開催に伴う特需(家電等)更には一部南欧諸国におけるVAT(付加価値税)引き上げ前の駆け込み需要などの特殊要因によって成長が押し上げられていたと考えられる。7-9月期は、斯かる特殊要因の剥落や、スペインなどにおけるVAT引き上げによる個人消費の落ち込みなどで成長が大きく鈍化した格好だ。6月に一時1EUR=1.2ドルを割り込んだユーロドルが、9月末には1EUR=1.36ドルまで上昇(その後10月に1EUR=1.4ドルを回復)したことで、域内各国の輸出の下押し圧力となったことも今次減速に相応の影響を与えたと考えられる。中核国、特に輸出競争力が強いドイツにおいては、国内製造業の産み出す高い付加価値などにも支えられた結果、斯かるユーロ高の下でも輸出や生産が底堅い動きを見せたが、他方、輸出競争力の弱い南欧諸国にとっては相応に回復の阻害要因となっているようだ。米国のQE2の効果で暫しドルに減価圧力がかかるなか、今後の為替市場の動向に注目が集まろう。

国別にみると、ドイツが前期比+0.7%、フランスは同+0.4%、イタリアが同+0.2%と軒並み減速。スペインがゼロ成長となったのに加え、ギリシャは1.1%のマイナス成長となっており、引き続き中核国と周縁国の成長率の格差が目立つ。

中核国と周縁国における成長率の格差は、ユーロ圏における財政金融政策が更に困難になることを意味するわけであり、大きな懸念材料である。但し、総じて言えば、中核国における輸出の底堅さなどにより、ユーロ圏全体の緩やかな経済成長は持続していると言えそうだ。輸出の好調を拠り所とした生産の拡大により、ドイツの周縁国からの輸入も大きく拡大している。2010年上半期についてはドイツの「一人勝ち」との批判も強かったが、同国の景気拡大は徐々に周縁国に波及していくものと考えられる。

## 新興国経済と好調なドイツ輸出の内需および周縁国への波及がポイント

今後については、OECD景気先行指数のピークアウトなどが示唆するように、先進国経済のシクリカルな減速が観測される可能性が高く、ユーロ圏においても一層の成長鈍化が予想される。しかしながら、ドイツ連邦統計庁が公表している地域・国別輸出額の推移をみると、同国の2010年上半期の輸出(総額は前年同期比17.1%増)において、中国向けは55.5%増と高い伸びを示していることが分かる。輸出相手国として中国の存在感が極めて大きくなってきたということだ。斯かるなか、中国におけるドイツ自動車大手の販売台数はユーロ安というポジティブ材料が剥落した後も好調であり、その他新興国における需要増も手伝い、10月においても各社の世界自動車販売台数は軒並み前年同月比+10%を超えている。米FRBによるQE2は、ドル安バイアスによってユーロの増価というネガティブな副作用を生じさせるが、一方で、過剰流動性が新興国に流入することで、それら新興国への輸出比率が高いドイツなどユーロ圏中核国の経済を後押しする可能性が高い。新興国バブル、そしてそのバブルの崩壊が懸念されるなかではあるが、先進国経済のシクリカルな減速のなか、ドイツなどユーロ圏中核国の経済を新興国向け輸出の底堅さが下支え

する構図が続きそうだ。

シクリカルな視点からはまた、2010年下期以降暫くの間、在庫積み増しによる成長率押し上げも期待できず、上述した先進国経済の減速に鑑みても、やはりユーロ圏経済の低成長は不可避であろう。その後、先進国経済が緩やかな回復に転じると予想される2011年4-6月期以降、ユーロ圏経済も再度緩やかな回復基調を歩むものと考えられる。

斯くユーロ圏経済は暫し先進国および新興国の経済状況に左右されやすいと考えられ、今後のユーロ圏経済の持続的・安定的な成長を展望するうえでは、上述した中核国（ドイツ）の経済成長の周縁国への波及、そして製造業主導の景気回復の個人消費（内需）への波及が欠かせない。

リーマン・ショック後の雇用調整の緩衝材であったドイツの時短制度は、景気低迷が長期化すれば却って失業率を上昇させかねないと懸念されてきたが、4-6月期以降の受注増を受けた企業が時短措置を全面的に解除するような動きが広がりつつある。時短労働者が正社員となることにより、製造業の時間当たり賃金は上昇、また、ドイツ金属産業労組（IGメタル）が3.6%賃上げで受結するなど、所得環境は良化している。斯かるなか、IFO景況感指数やサービス業PMIなどは10月にかけて上昇したが、他方、9月の小売売上高が8月に続いて前月比マイナスとなるなど（-2.3%、前年比+0.4%）、外需から内需への波及が順調であるとは言い難い。10月以降も個人消費の伸びが緩慢であれば、持続的、緩やかな成長を相応に阻害する可能性があり注目される。

以上、2010年10-12月期以降のユーロ圏経済は、先進国経済のシクリカルな減速に合わせ成長が鈍化した後、新興国における需要などを追い風に2011年中頃より緩やかに拡大すると予想する。既に緊縮的な財政政策を採る南欧諸国に加え、2011年からは中核国においても緊縮的な財政運営が始まり、また、景気対策の剥落も併せ考えれば政府消費は2011年度に0.5%となる見込み。これを個人消費（+0.8%、予想）と設備投資（総固定資本形成、+2.3%、予想）の回復が補う格好となり、総じてバランスの取れた景気回復となると見込まれるが、成長率そのものは2010年で+1.7%、2011年で+1.2%と抑制されよう。

## ソブリン懸念が再燃、2011年までボラティリティは高止まる見込み

リスク要因は今後も引き続き周縁国の財政問題となりそうだ。

2010年5月の欧州金融安定ファシリティ（EFSF）の創設以降については、南欧諸国およびアイルランドの国債リスクプレミアム（10年国債利回りの対ドイツ10年国債利回りとのスプレッド）は拡大と縮小を繰り返してきたが、EFSFというセーフティネット、そして各国が背水の陣で緊縮財政政策に臨んだことなどを拠り所に、デフォルトが懸念されるような状況はほとんどなかったと言ってよい。しかし、ここへきて状況は一変した。10月29日のEU首脳会議では、時限措置であるEFSF（2013年半ばまで）に代わる常設制度の創設のためのリスボン条約改正が概ね合意されたが、この場でドイツのメルケル首相が、「ユーロ圏の将来の危機対応コストについて、債券保有者（民間）にも負担を求めるべき」と述べたことで、南欧諸国の債務リストラが現実味を帯びたのだ。ドイツのショイブレ財務相が提案した「債券保有者に負担を迫る2段階（リスケヘアカット）のメカニズム」については、首脳会議の席上でトリシェECB総裁が反対を表明したほか、周縁国の国債リスクプレミアムを徒に拡大させるものであるとの理由から慎重論が多い。しかし、フランスのラガルド財務相が11月10日のインタビューで「特定の状況の利益と損失にす

すべての利害関係者が関与すべきだ」(Bloomberg)と改めて述べるなど、ドイツとフランスがこの「債券保有者負担」を支持する格好となっている。暫し周縁国の国債リスクプレミアムのボラティリティが高止まりすると予想されるほか、各国の財政赤字削減状況に対する市場の視線が再度厳しくなることが予想され、金融システムの不安定化を介してユーロ圏経済のリスク要因となろう。

各国の財政赤字削減計画の進行状況については、スペインとアイルランドにおいて計画を上回るペースの赤字削減が進み、ギリシャも概ね計画に沿った削減が進んでいる状況だが(11月10日、ギリシャの政府関係筋が、2010年の財政赤字削減目標が達成されるのは困難と述べたと報じられたが)、ポルトガルについては前年の同時期の財政赤字(累積財政収支)を上回る赤字が記録される状況だ。斯かるなか、ポルトガル政府は漸く、VATの追加引き上げ(20% 21% 23%)や公務員給与削減などを盛り込んだ意欲的な財政削減策(2011年予算案)を提出、紆余曲折もあったが、野党の要求を一部受け入れる格好で成立に向けた合意に漕ぎ着けた。しかし、11月10日に実施された入札において、10年国債(発行額6億8,600万ユーロ)の平均利回りが6.806%と、ユーロ圏加盟以来の最高水準を記録するなど市場の評価は極めて厳しい。また、アイルランドについても、アングロ・アイリッシュ銀行の救済コストが高んだ結果、2010年の財政赤字がGDP比で32%程度になるとの見通しが発表され、国債リスクプレミアムが拡大の一途を辿っているのは周知の通りだろう。市場の憶測の通り、同国がEFSFに支援を要請すれば、一時的に周縁国の国債リスクプレミアムのボラティリティも低下する可能性もあるが、今後の市場の混乱が「EFSF後(すなわち2013年以降)」への懸念を拠り所としていることに鑑みれば、今後も周縁国のリスクプレミアムは高止まりしそうだ。

EFSFの創設から半年が経過したが、今後は斯く「債務リストラ」が意識されるなか、財政赤字削減計画の進捗状況にも厳しい視線が向けられ、周縁国の国債リスクプレミアムはボラタイルな動きを続けよう。国債の発行を一時中止したアイルランドは2011年初より資金調達を再開する予定であり、また、南欧諸国のなかでは暫し「優等生」であったスペインについても2011年3~4月に長期国債の大量償還が控えている。トレモンティ財務相の手腕により「PIGSのIはイタリアではなくアイルランド」と市場参加者に言わしめたイタリアについても、「トロイカ」の一角、フィーニ下院議長の政権離脱(更には政権打倒を公言するようになった)によりベルルスコーニ政権が揺らいでおり、2011年は波乱の一年になる見込みだ。2010年の債務危機は、先進国経済のシクリカルな回復と新興国需要にユーロ安がうまく効き、結果的に乗り越えられた格好だが、2011年の外部環境は大きくそれと異なりそうだ。2011年、再度欧州債務危機が発生するようであれば、金融システムの不安定化、消費者マインドの悪化などを介し、ユーロ圏経済にとって大きな打撃となると言わざるを得ない。

## ECBは非標準的措置を解除するか

欧州中央銀行(ECB)は、11月4日の定例理事会において政策金利を1%に据え置いた。これまでの総裁会見などで示唆されてきたように、スタッフ見通しが発表される12月の理事会において非標準的措置(3ヵ月物LTROの無制限固定方式など)継続の是非が話し合われる模様だ。

2009年に実行された巨額の1年物LTROの満期借換えが市場予想を大きく下回った7月以降、ユーロシステムにおける超過流動性が漸減(すなわちECBのバランスシートが収縮)し、それに併せる格好でEONIA

や EURIBOR などの短期市場金利が上昇を続けてきた。1 年物 LTR0 などが漸次終了となる一方、無制限供給方式によるオペ (MRO、3 カ月物 LTR0 など) そのものは継続されていることから、トリシェ ECB 総裁は「銀行自身の判断」で借換えを行わなかった、すなわち金融システムが正常化しつつあることの表れであるとの姿勢を見せている。とはいえ、借換え需要が減少した背景には、オペのデュレーション短期化により、キャリートレードの投資対象の残存年限も短期化させる必要が生じ、利鞘が確保出来る商品が大きく減少したこと、健全行においては「危機的状況」は過ぎ去っており、預金ファシリティとの逆鞘を受け入れてまで大量に資金調達する必要がなくなったことなどが挙げられる。ECB のオペによってのみ資金調達が可能な銀行群においては、やといった状況は当てはまらず、現在は ECB のオペに依存せざるを得ない銀行のみが無制限固定方式の LTR0 に応札している格好であると言えるわけである。昨年実行された LTR0 などの借換え需要の総額が減少する傍らで、ポルトガルなど南欧諸国の銀行による ECB 借入れの残高が高水準を維持しているのはそのためであると考えられる。

斯かる状況に鑑み、また、昨今の南欧諸国の国債リスクプレミアム上昇も考慮に入れれば、非標準的措置の解除に当たっては慎重を期すべきであると言えるが、財政問題や金融機関の健全化に係る問題については、各国の当局が責任を持って解決すべきという ECB のスタンスも変わるまい。セーフティネットとして、1 カ月物 LTR0 および MRO の無制限固定方式、証券市場プログラム (Securities Market Program = 国債買入れ) を継続する一方で、3 カ月物 LTR0 を変動金利入札方式へ戻す決定がなされよう。

政策金利 (1%) の変更は 2011 年を通じて成されることはないと思う。

10 月のユーロ圏の消費者物価指数 (CPI) 速報値は前年同月比 1.9% 上昇と ECB の中期的な物価上昇目標 (2% 未満で、2% に近い水準) の上限であり、商品価格の上昇、一部 EMU 諸国における VAT 引き上げなどを拠り所に、トリシェ ECB 総裁もインフレ見通しのリスクは「やや上振れ」としている。他方、コア CPI についてはここ数カ月の間前年同月比 +1.0% で横這い推移しており、需給ギャップや南欧諸国の競争力向上に伴う Devaluation (例えば賃下げなど) の必要性に鑑みても、暫しディスインフレの傾向は継続すると考えられる。ECB では、ゴンザレスパラモ専務理事などから「非標準的措置の解除前に金利を引き上げることは可能」などという発言が目立ってきてはいるものの、実際に利上げが必要な局面は暫し訪れることはないと考えてよさそうだ。

ユーロ圏経済予測総括表

(単位: %)

		2009年				2010年				2011年				2009	2010(予)	2011(予)
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP	前期比	2.5	0.1	0.4	0.2	0.3	1.0	0.4	0.4	0.2	0.2	0.3	0.4	4.0	1.7	1.2
	(前年同期比)	5.2	4.9	4.0	2.0	0.8	1.9	1.9	2.0	1.8	1.0	1.0	1.1			
	個人消費	0.5	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	1.1	0.5	0.8
	総固定資本形成	5.2	2.3	1.1	1.2	0.3	1.5	1.0	0.8	0.2	0.3	0.5	0.7	11.3	0.6	2.3
	政府消費	0.7	0.6	0.5	0.1	0.2	0.5	0.0	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	2.4	0.9	0.5
	*在庫等	1.0	0.4	0.5	0.0	0.9	0.3	1.0	0.6	0.4	0.1	0.2	0.2	0.7	1.3	0.1
	*純輸出	0.3	0.6	0.1	0.3	0.7	0.2	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.8	0.0	0.4
	輸出	8.0	1.3	2.4	2.0	2.5	4.3	2.9	2.2	1.5	1.6	2.1	2.5	13.1	10.5	8.8
	輸入	7.5	2.8	2.2	1.2	4.2	4.0	2.6	2.0	1.4	1.5	1.9	2.3	11.8	10.7	8.1

出所: EurostatよりMSRC作成、\*印は寄与度

## 10年7-9月期の実質 GDP 成長率は前年比で +9.6%と鈍化も、前期比では上向きに転換

10年7-9月期の実質 GDP 成長率は、前年比では +9.6% (4-6月: +10.3%)と鈍化したものの、みずほ証券リサーチ & コンサルティング(MSRC)で試算した前期比年率でみると、+9%前半とむしろ景気モメンタムの上向きが確認される。国家統計局が10月21日に公表した7-9月期 GDP 統計に関する報告書「景気好転の勢いは更にしっかりし、マクロコントロールの予測方向に発展している」との文言、内需の堅調、貿易の改善や製造業 PMI の持ち直し - などを勘案すると、MSRC 試算の前期比の動きは、一部の期間でやや違和感あるものの、最近の動きに大きな違和感がないようだ。

10月27日に中国人民銀行が公表した「2010年第3四半期中国マクロ経済情勢分析」報告書によると、景気のパフォーマンスは、10年7-9月期に、前期比(季節調整後)で実質 GDP 成長率、鉱工業生産、マネーサプライ M2 など、上向きに転じているとグラフを掲載し、説明している。具体的には、実質 GDP 成長率は、7-9月期に前年比では鈍化しているものの、前期比年率(季節調整後)では、+9%前半に上向き、鉱工業生産も、7-9月期に前年比では鈍化基調が明らかなのものの、前期比では、上向きの結果が報告され、GDP 統計と鉱工業生産(付加価値ベース)との連動する関係が示されている。また、金融情勢でも、とくにマネーサプライ(M2)は、前年比で、7月(+17.6%)にボトムアウトし、8月+19.2%、9月+19.0%と政府目標(+17.0%)からややかい離する動きがみられるが、季節調整後の前期比年率で10年7-9月期に対4-6月期比+8.2%pの+22.7%と大幅に反転し、09年7-9月期以来の最高水準を更新したと報告されている。

## 次期5ヵ年計画(11年~)：良好で比較的速い経済成長、持続可能な発展と国民全体の生活改善

今後5年の中国経済社会を展望すると、10月15~18日に開催された中国共産党第17期中央委員会第5回全体会議(「5中全会」)で次期5ヵ年計画(11~15年、「十二五」計画)が審議、採択された建議の中で、「十二五」計画の9つの主要目標第1項目に「経済の安定的に比較的速い発展」が掲げられ、第2に「経済構造の戦略的重大な進展」、第3に「都市・農村住民収入の遍く比較的速い増加」との優先順位と内容にみられるとおり、「経済発展方式の転換を伴った、良好かつ比較的速い経済成長により持続可能な発展と国民全体の生活改善(全面的な小康社会の建設)」を、次期5ヵ年の期間に目指すことを打ち出している。11年3月開催の全人代(国会に相当)において、最終修正要綱が審議され、可決された後に、「十二五」計画の具体的な内容(数値)が公表される。

一方、12年秋に開催される共産党大会(5年1回)では、政権の世代交代の重要な人事を控えており、すでに「5中全会」において、習近平国家副主席の中央軍事委員会副主席の就任が決定し、次期第5世代の後継者に確定されたと認識される。「共青团」グループの李克強・筆頭副首相(党序列7位)と、「太子党」(上海閥も後押し)の習近平・国家副主席(党序列6位)との権力闘争が注目されていたが、基本的に政治体制改革は漸進的で、共産党主導による経済社会の安定成長路線に、とくに変化がないことは周知のとおりである。前者派の胡国家主席と温首相(派閥で中立)の現政権による経済社会政策の方向性は、「十二五」計画の主要目標に引き継がれ、「2020年調和社会、全面的小康社会の実現」に沿った内容であり、第5世

代の色が明確に出てくるのは、「十三五」規画(16~20年)となろう。

### GDP 予測を10年は純輸出が改善し+10.2%、11年は底堅い内需で+9.3%(前回予測を若干上方修正)

11年の経済政策方針は、10年12月開催予定の中央経済工作会議(党・中央政府の最高指導部による年度の経済社会運営方針が審議、採択される会議)で決定され、金融政策と財政政策の方針が明らかになることから、注目したい。

足元の景気情勢は、中国人民銀行が公表した「2010年第3四半期中国マクロ経済情勢分析」報告書の総論部分で、「10年7-9月期を、4-6月期と比較すると、市場では実体経済の成長減速に対する懸念が後退し、物価上昇圧力に対する警戒が依然必要である」との見解を述べており、10月の経済指標の内容などを勘案すると、8月以降の不動産市場の再活発化に加えて、7-9月期以降の実体経済の上向き、インフレ圧力の強まりなど、従来のシナリオであった景気のソフトランディングに反する動きが顕在化している。このような状況の下、中国人民銀行は、10月11日、特定6行(4大国有商業銀行など)の預金準備率引き上げの通知から、10月19日に早くも利上げを、11月10日に5回目の預金準備率引き上げを相次いで打ち出すなど、名実ともに金融政策(従来の「適度な金融緩和策」)の転換に踏み切ったと言える。

これを受けて、10年10-12月期の実質GDP成長率は、引き続き底堅い輸出などで前年比+9%(前期比年率換算:+9%)程度を想定している。11年は、次期5ヵ年規画(11~15年)の初年度に当たるが、中央政府の安定した経済成長方針と地方政府の根強い開発意欲(12年共産党大会を睨んだ地方発展の実績づくりなど)とのせめぎ合いの中、上半期から下半期にかけて、景気モメンタムが強まっていくパターンが想定され、次期5年間の潜在成長率(+9%と依然高い)程度の経済成長が考えられる。需要項目別実質GDP成長率の寄与度では、とくに11年下半期以降、内需寄与度の上昇、外需寄与度の低下が予想される。中国の輸出とOECD景気先行指数との関係を見ると、前者は後者に2~3ヵ月程度遅行した連動性を示しており、今後の中国貿易動向は、引き続き鈍化ながらも、底堅く推移しよう。但し、中国の賃金上昇や輸入促進方針、人民元改革の推進、地域経済開発の進展(次期5ヵ年計画の始動)、欧州の緊縮財政の実施(11年以降、本格化を前提)などを勘案すると、貿易黒字は、11年下半期には減少に転じると想定される。したがって、みずほ証券リサーチ&コンサルティング(MSRC)では、実質GDP成長率の10年予測を前年比+10.2%(10年8月予測:+10.2%)と変わらずで、11年予測を内需の拡大と貿易不均衡の是正始動などで前年比+9.3%(10年8月予測:+9.1%)に若干上方修正した。

人民元を展望する上で、重要な方針の1つとして、共産党中央委員会5中全会(10月15~18日)の審議後、通過し、修正された「第12次5ヵ年規画(『十二五』規画)に関する建議」の中における人民元改革に関する文言が挙げられる。その文言には、「金融の市場化(自由化)を緩やかに推進し、市場需給を基礎とする管理変動相場制を完備する。外貨準備の経営管理を改め、徐々に人民元の資本取引兌換を実現する(関係内容を抜粋)」と盛り込まれていることだ。人民元国際化の動きは、すでに09年7月の国境貿易決済が一部解禁され、10年8月には中国人民銀行上海総本部ほか関係部門からの人民元貿易決済および銀行間債券市場への投資運用に関する試験プログラムが打ち出されるなど、加速化する方向にある。中国にとっても、外貨不足の80年~90年代の状況と異なり、現在では、外貨準備高の大幅な増加が経済社会運営

を一層難しくさせており、対外収支の不均衡を是正していくと考えられる。元高容認の程度と輸出産業への影響度、産業構造の転換などを勘案しながら、人民元為替レートは、従来よりも上昇率が高まっていく（11～15年：年率+6%程度の元高）と想定される。なお、みずほ証券リサーチ&コンサルティング(MSRC)では、人民元レートを10年末に、前年末比+4%の6.55元/ドル程度、11年末に同+6%の6.18元/ドル程度を予想している。

## インフレ圧力で来年にかけて追加引き締め、都市化・工業化・構造改革が11年以降の成長をけん引

10月の経済統計をみると、とくに消費者物価CPIが前年比+4.4%（10年政府目標：+3.0%）とインフレ圧力が強まり、貿易収支も引き続き高水準（271億ドル）を維持し、緩やかな元高に向けた為替介入などに伴う過剰流動性が不動産市場などの資産バブル形成や商品市況の高騰を招く方向にある。マネーサプライM2は同+19.3%と、8月以降、政府目標（+17%）から上向きにかい離の動きにある。

上述した金融政策の転換との認識は、海外要因（先進国の追加的量的緩和策など）と密接に関係して、金余り現象、インフレ圧力の強まりが一時的でなく、継続する可能性や先行きの不確実性が高まっていることが主要因であり、中国政府・金融当局は、予見性をもって内外の金融情勢、実体経済を睨みながら、引き続き柔軟な金融コントロールを図ることが想定される。したがって、10年12月開催予定の中央経済工作会议では、11年の経済運営方針・政策が、とくに金融政策が「適度な金融緩和」から「穏健（中立）」に変更される可能性が高く、貿易黒字の拡大や海外の対内直接投資増、国内の貯蓄率の高さ、など金余り現象や高まるインフレ圧力に対して、年内（11月17日時点で実施済み政策：利上げ1回、預金準備率引き上げ4回〔4大国有商業銀行のみ5回〕）に数回、来年も追加的な金融引き締め策（利上げも：実質金利のマイナス幅拡大）が予想される。

10年10-12月期の景気動向をみる上で、重要な事項の1つとしては、「GDP単位当たりエネルギー消費量の削減目標（5ヵ年で20%）」が挙げられ、「十一五」5ヵ年規画（06～10年）の最終年度において、唯一目標達成が難しい状況にあるが、必達目標に掲げられていることから、温首相は5月の省エネ・環保工作電話会議において、省エネ目標達成に向けた断固たる決意を表明し、老朽能力淘汰目標任務の地方政府責任制も通知、エネルギー多消費の重化学工業の生産抑制や生産性の向上、重複投資防止などの徹底・など年末まで、一層の強化を図っているようだ。最近の軽油不足問題は、エネルギー供給抑制強化の現れである。これは、景気鈍化の主な要因の1つであるが、事業会社サイドも、自家発電などによる対策を必死に講じていることから、ソフトランディングシナリオが想定される。

11年以降の成長ドライバーとして、都市化（10年末：47% 15年末：50%超 20年末：50%半ば）と工業化（～20年まで、21年以降ポスト工業化へ）、加えて経済発展方式の転換（粗放型発展から集約型発展へ、規制緩和や技術革新などに伴う生産性の向上など）などが挙げられ、労働年齢人口も15年まで高水準が継続（16年以降、減少の動きへ）することから、固定資産投資（インフラ投資、設備投資、不動産開発投資など）や鉱工業生産は底堅い動きが想定される。一方で、国民収入分配改革（とくに中低所得者層の賃金の上昇、医療・社会保障・教育などの公共サービスの充実など）も本格化する方向にあり、内需拡大の動きが活発化しよう。

中長期的に展望すると、中国経済は、これまでの輸出・投資主導型成長から、消費・投資・輸出協調型成長へ、かつ、循環型経済社会（環境に優しい経済社会、低炭素社会）への転換を余儀なくされる方向にある。一方で、経済開発のあり方において、国際金融危機を契機に、従来の中央政府主導型から、地方政府主導型（地域色を活かした自主責任ある開発には有意義）の動きが強まってきているが、非効率的な経済開発の進行や地方財政不足に伴う地方政府の隠れ債務増加、などの問題も顕在化しているため、中央政府は、地方政府の開発プロジェクトや銀行の経営財務などに対して、一層の監督管理が求められよう。

山積する主な課題として、低い労働分配率と報酬配分の不均衡是正、社会保障体制の整備、資産税制[固定資産税、相続税・贈与税など]の完備、地域間経済格差の是正、戸籍問題の解決と地方財政の改善（内需の拡大、公共サービスの改善、全面的小康社会・調和社会） 対外収支の不均衡是正と産業構造の転換（内需の拡大、国内産業の再編と国際競争力の向上、民間企業の育成・支援と市場参入および各省間ビジネス障壁の規制緩和、人民元改革の更なる推進、資本取引規制の緩和など） 経済発展と環境保全との不均衡是正（中央政府と地方政府の効率的財政配分、党・政府幹部の腐敗汚職問題対応[情報公開の透明性向上、人的資質向上のための教育研修の強化、違法行為への厳格な対応など]、企業の社会的責任[CSR]の意識向上、国民全体による省エネ・環境保護の意識向上など） - などが挙げられる。12年秋の共産党大会で政権の世代交代後、第5世代の政権は、高まるグローバルな政治経済の存在感の下、持続可能な経済発展や社会の安定を図るためには、強いリーダーシップおよび内外の調整力が一層求められよう。

[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	14.2	16.8	24.8	25.7	20.8	2,622	4.8	18.5	7.304
08	9.6	21.6	25.5	17.2	18.5	2,940	5.9	12.9	6.828
09	9.1	15.5	30.1	16.0	11.2	1,961	0.7	11.0	6.827
<b>10 MSRC予想</b>	<b>10.2</b>	<b>18.3</b>	<b>23.5</b>	<b>31.0</b>	<b>38.8</b>	<b>1,958</b>	<b>3.3</b>	<b>15.5</b>	<b>6.550</b>
<b>11 MSRC予想</b>	<b>9.3</b>	<b>18.6</b>	<b>23.0</b>	<b>19.4</b>	<b>23.3</b>	<b>1,771</b>	<b>3.8</b>	<b>14.0</b>	<b>6.180</b>

注: 前年比、人民元レートは期末値

出所: 中国国家统计局資料、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	8.5	13.7	4.2
	Q2	8.1	7.3	14.7	2.4
	Q3	9.1	8.2	22.7	3.9
	Q4	10.7	9.2	29.5	4.3
<b>10 MSRC予想</b>	Q1	11.9	12.9	16.7	1.2
	Q2	10.3	4.9	15.4	2.2
	Q3	9.6	3.8	15.1	1.1
	Q4	9.0	4.9	14.6	0.9
<b>11 MSRC予想</b>	Q1	9.0	8.8	13.6	0.1
	Q2	9.3	8.1	16.0	0.1
	Q3	9.4	9.1	16.2	0.5
	Q4	9.6	9.9	17.0	0.6
09		9.1	8.3	20.2	4.0
<b>10 MSRC予想</b>		<b>10.2</b>	<b>6.6</b>	<b>15.5</b>	<b>0.8</b>
<b>11 MSRC予想</b>		<b>9.3</b>	<b>9.0</b>	<b>15.7</b>	<b>0.3</b>

注: 前年比、各四半期の需要項目の実績値は統計局公表の年初来累計寄与度を基にMSRC試算、\* 寄与度

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

## インド経済は高成長続くなが、インフレ上昇圧力や景気過熱に伴う経常赤字拡大、資産価格上昇などのリスクに留意

11月30日発表予定の10年7-9月期実質GDPは、前期(前年比+8.8%)からやや伸びが鈍化しつつも、8%台前半の高い伸びが続いたとみている。これは、業種別でみると、農業がモンスーン(6~9月)による降雨量が平年並みとなり、歴史的な干ばつで下ぶれた前年との対比でも堅調な結果になった、製造業は前年のベース効果や一部品目の振れの大きな動き(資本財など)などから伸び率が鈍化したものの、個人消費の回復などを受けて前年比+8%後半の伸びは続いた、サービス業も商業・ホテル・運輸・通信など内需関連を中心に前期に続いて高い伸びとなったなどが寄与したとみられる。

今後の景気の見通しについては、10/11年度(10年4月~11年3月)の成長率が前年比+8.3%、11/12年度(11年4月~12年3月)も同+8.4%程度と8%台の堅調な成長が続くとみている(前回8月時点で各々+8.4%、+8.2%)。背景には、海外景気の持ち直しや主要先進国の低金利環境が続くなかで、高成長期待の高いインドなど新興国への資金流入が継続し、資産価格の上昇や資金調達環境の改善を通じて、消費や投資への押し上げが働く、企業業績の回復(10/11年度、11/12年度とも市場予想では20%を超える増益予想)を受けて、雇用所得環境の改善が続き、特に都市部中間層の消費拡大が続くほか、農業生産の回復や農村向け各種の財政支出などが農村部の消費を押し上げる、輸出は海外景気の持ち直しや他のアジア諸国に比べて為替の上昇ピッチが緩やかであったことなども下支えに働き、回復が続くなどが寄与するとみている。

金融政策の見通しは、中銀は政策金利を3月臨時会合以降、11月会合まで累計6回にわたり、上限金利のレポ・レートを150bp、下限のリバースレポ・レートを200bp引き上げ、各々6.25%、5.25%とした。今後については、中銀が11月会合で「景気・インフレ動向からみれば、近い将来更なる利上げが必要になる可能性は比較的低い」とコメントしていることからすれば、今後様子見姿勢に転じる可能性が出てきたとみられる。ただ、商品市況が上昇傾向にあるなかで、川上部門の物価上昇圧力が続くほか、国内でも景気は当面8%台の高成長が続くなかで、設備稼働率するなど、需給ギャップはタイトな状況が続いており、川下部門の物価上昇圧力も根強い。そのためインフレ率(WPI)は前年のベース効果で鈍化しつつも、5~6%台の高水準で推移するとみられ、11年後半にかけて50bp程度の追加利上げを予想している。

リスクとしては、商品市況が主要国の景気回復と金融緩和による余剰資金の流入で上昇し、なかでも輸入依存度の高い原油価格が100ドル/バレルを超えて上昇が続いた場合、短期的にはインフレの上昇に伴う金融引き締めが強まり、中期的には経常赤字の拡大や補助金増加に伴う財政赤字の拡大などが懸念される、都市部の住宅価格は景気回復に伴う需要の拡大や銀行貸出の回復などを受けて、金融危機前の水準を上回っている。今後は、世界的な低金利環境のなかで金融危機前に活況であった海外投資家による私募ファンドなどを通じたオフィスや商業用不動産などへの資金流入が回復するのかななどにも留意が必要であろう、株式市場も史上最高値を更新する堅調な展開となっており、国有企業株の高水準の売却が順調に進み、財政再建に寄与しているものの、海外投資家の証券投資などの増加により、貿易赤字など実需面からの売り圧力で出遅れていたインド・ルピーも上昇傾向となっている。直近では中銀も為替介入を再開しており、今後も短期的に上昇ピッチが速ければ、07年のように海外投資家の証券投資への監視を強める(07年はオフショアでのデリバティブ取引)など資本流入規制的な動きも懸念されるなどがある。

## ブラジル経済は11年は4%台の巡航速度に、金融政策は来年春以降、利上げ再開も

12月9日発表予定の10年7-9月期実質GDPは、前期比+1%程度と、前期(同+1.2%)からやや鈍化しつつも、概ね巡航速度の成長になったとみられる。これは、当局による減税など財政面からの刺激策の解除や、4月以降の累計200bpの利上げが実施されるなかでも、雇用所得環境やマインドの改善による個人消費の増加基調、商品市況の上昇や中国などの資源需要増加などによる輸出や設備投資の回復が続いたなどが寄与したことがある。

今後の景気の見通しとしては、米国など先進国景気が11年以降緩やかに持ち直すことや中国など新興国の資源需要が底堅く推移するなかで、主要国の低金利環境に伴う余剰マネーが商品市況に流入することなどもあって、ブラジルの輸出や交易利得の増加が続くとみられる。設備投資も鉄鉱石メジャーのヴァーレや石油大手ペトロブラスなどの資源関連投資や好調な内需や設備稼働率の上昇を受けて製造業・サービス業の投資も増加基調が続く。個人消費も、利上げによるローン金利の上昇が耐久財などの消費への下押し圧力となるものの、失業率が直近で最低水準まで低下、実質賃金も高水準の伸びとなるなど、雇用所得環境の改善が続くことで増加基調が続くとみられる。このため、実質GDP成長率は10年+7.7%、11年は+4.5%程度を想定している(前回8月時点では、各々同+7.0%、同+4.7%)。

金融政策の見通しとしては、中銀は9月、10月と2回連続で金利を据え置いている。中銀は10月議事録で「インフレ安定へのリスクは減少のプロセス」という姿勢を再度示しており、タカ派的なニュアンスも窺われないことから、短期的には様子見姿勢を維持するとみられる。ただ、消費者物価への影響の大きい食料品価格が天候要因による押し下げ要因の剥落などで上昇に転じており、今後も国際商品市況の高騰による食料品や素材価格の上昇、国内景気の回復に伴う賃金上昇などで、11年前半にかけてインフレ率が上昇していくとみられる。そのため、海外景気の持ち直しなどで外部環境の不透明感の後退する11年春以降は追加利上げの可能性があるとみている。2011年末時点で政策金利は現行の10.75%から11.75%程度を想定している。

リスクとしては、11年以降、米国や欧州景気が緩やかに持ち直すというメインシナリオからの下ぶれ、中国の実質金融引き締めスタンスが強まることで、鉄鉱石など資源需要減退や商品市況が下落する、米国など主要国の低金利環境に伴う余剰マネーが流入し、国内景気が短期的に過熱することで、11年の成長率が上ぶれる。ただ、インフレ抑制などの観点から、金融引き締めスタンスが強まり、12年以降の国内景気の減速が強まる、ブラジル・レアル高が更に進む場合には、追加の資本規制の可能性もあり、投資家のリスク姿勢の後退などで為替がボラティルな展開となることや、中期的に投資家の信認低下などに繋がる、景気拡大や通貨高に伴う購買力の向上で輸入が増加し、経常赤字は過去最大のペースで拡大している。今のところ資本流入の増加で十分ファイナンスできているものの、日本の投資家による債券投資など足の速い資金のウェイトも大きく、中期的な不安定要因として留意が必要である、11年1月より就任するジルマ・ルセフ新大統領は、ボルサ・ファミリアの増額、最低賃金の引き上げなどポピュリズム的な政策を維持することを示唆する一方、公的債務残高の削減を巡って数値目標を見送ると発言するなど、各種の構造問題(財政再建、インフラ整備、税制改革、政府部門の効率化など)の処理が進展するのかなどに、留意が必要であろう。

**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	8.3	8.4
農林漁業	5.2	3.7	4.7	1.6	0.2	4.2	3.5
産業	9.3	12.7	9.5	3.9	9.3	8.7	9.0
サービス業	11.0	10.2	10.5	9.8	8.5	9.1	9.2
鉱工業生産(%)	8.2	11.5	8.5	6.7	10.5	9.3	9.5
輸出(億ドル)	1051	1288	1661	1890	1821	2223	2548
輸入(億ドル)	1570	1906	2576	3076	2994	3598	4140
貿易収支(億ドル)	519	617	914	1186	1173	1374	1592
経常収支(億ドル)	99	95	157	287	384	470	507
財政収支(GDP比:%)	4.0	3.3	2.6	6.0	6.7	5.4	4.8
インフレ率(WPI,%)	3.9	6.8	7.7	1.5	10.2	5.9	5.8
政策金利(3月末:%)							
レボ	6.50	7.50	7.75	5.00	5.00	6.25	6.75
リバース・レボ	5.50	6.00	6.00	3.50	3.50	5.25	5.75
預金準備率(%)	5.00	6.00	7.50	5.00	5.75	6.00	6.25

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、金利は3月期末時点  
出所: 各種資料を基にMSRC作成

**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	7.7	4.5
個人消費	4.5	5.2	6.1	7.0	4.1	6.3	4.2
政府消費	2.3	2.6	5.1	1.6	3.7	4.0	3.2
総固定資本形成	3.6	9.8	13.9	13.4	9.9	22.6	10.4
輸出	9.3	5.0	6.2	0.6	10.3	9.7	7.7
輸入	8.5	18.4	19.9	18.0	11.4	34.3	15.4
貿易収支(10億ドル)	44.7	46.5	40.0	24.8	25.4	13.7	6.5
経常収支(10億ドル)	14.0	13.6	1.5	28.2	24.3	51.8	63.0
財政収支(GDP比:%)	3.4	3.5	2.7	1.9	3.3	2.5	2.9
鉱工業生産(%)	3.4	2.9	5.9	2.9	7.3	11.7	5.7
インフレ率(%)	5.7	3.1	4.5	5.9	4.3	5.3	4.9
政策金利(%)	18.00	13.25	11.25	13.75	8.75	10.75	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

## 2007年からの円高トレンド終了の兆し

2010年のドル円相場を振り返ると、4月まで米株高と米国景気の堅調を背景にした米短期金利の上昇がドルの戻りを促していた。一時はドルの高値 94.99 円 (5/4) に到達する動きをみせたものだった。しかし、その後は米株安への反転につれた米短期金利の再低下などから、延々とドル安・円高が続く相場展開となっていた。相場反転のきっかけは、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たことだとみている。また、一連の景気刺激策が一巡してきたことから経済指標全般が弱含んでいくと、市場は米国景気の二番底懸念を意識するようになった。それは、米2年債利回りがリーマンショック後に付けた最低利回りを更新する動きに端的に表われていたといえよう。

こうした中、米FRBは8月のFOMC(8/10)で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休止(FRB保有証券償還資金の再投資を決定)した。そして、11月のFOMC(11/3)で量的緩和第二弾(QE2)の実施に踏み切っていた。この間の相場展開は米金融緩和観測を背景にしたドル安の進展であった。そして、ドル円相場が82円に差し掛かる場面で本邦政府・日銀はドル買い・円売り為替介入(9/15)を実施。しかし、単独介入の限界から、再び一段のドル安・円高(11/1、80.22円)となった。もっとも、11月FOMC直前頃から、既に米金融緩和を相当、織り込んでいたこと他、その後の相場材料の出尽くし感から、足元、再びドルの戻り相場に転じている。

今後の相場展開については、米QE2が7月以降も継続するかどうかを見極めていく場面に入ったこと、これまでの金融緩和は相当、織り込み済みであること、などから、米国景気の緩やかな回復がみられれば、それに歩調を合わせた格好でドルは緩やかな戻り局面に入っていくとみている。一方、相場サイクルの観点からは、95年以降、5年程度のタイムスパンで訪れていたドル円相場のサイクル・ボトムを付けた可能性の有無に注目している。中期のサイクルも勘案すれば、遅くとも2011年の春頃にボトムアウトが確認されていくのではないかとみている。また、2011年後半には2007年からのドル安・円高トレンドの終了の兆しが強まると予想している。節目は20ヵ月移動平均の水準であるとみている。

ところで、先般、開催された20カ国・地域(G20)首脳会議では、声明で通貨安競争回避が明記された。だが、多くの課題を残したことに留意したい。要は先進国が新興国に通貨の過小評価是正(通貨高)を求めたものだった。反面、米量的緩和策がドル安を促し、新興国に過剰な資本流入とインフレ・リスクをもたらすと新興国側からの批判が出るなど、まだ、先進国と新興国との溝は深い。為替市場全体の動きは先進国対新興国の対立の構図を懸念しながらの神経質な動きが予想される。

ともあれ、ドル円相場は円高トレンドが終了していく方向にあり、2011年後半には90円台乗せが視野に入ると予想。ユーロは買われ過ぎの調整余地をまだ残しているとみて、ユーロドル相場は1.2~1.4ドルのレンジが収れんしながら、先行き調整含みの動きを予想。新興国通貨は引き続き、通貨高圧力を受けていく流れで、対先進国通貨での新興国通貨高が大勢になっていくとみている。

**【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/>