

2011/2012 内外マクロ経済予測

2011年02月16日
広告審査番号 MFB151-110216
MSRC 審査番号 06-A-110216

課題残すも、輸出を起点とする回復が続く日本経済

投資調査部

- **日本経済**は、10年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.1%と5四半期ぶりのマイナス成長となった。ただし、足元の動きを確認すると、米国や中国など海外経済の回復の動きを受けて、輸出は持ち直しの動きがみられはじめており、自動車販売の減少にも下げ止まりの動きがみられる。こうした動きを受けて、日本経済は一時的な調整局面を脱し、再び回復への動きを辿り始めている。当面の日本経済については、輸出を起点とする回復の動きが徐々に設備投資や雇用へと波及していく形で、回復の動きが継続するとみられる。一方で、グローバル化による競争激化や構造変化への対応の遅れを背景に、賃金・物価のデフレ圧力は根強く残ることから、海外経済の成長を享受できる大企業・製造業が回復の牽引役となる一方、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。実質GDP成長率は10年度が+3.0%（前回予測：+3.2%）、11年度は+2.0%（同：+1.6%）、12年度は+2.1%を予想する。【日本予測表：4ページ】
- **米国経済**は、10年10-12月期の実質GDPが前期比年率+3.2%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が目立つ。また一方で、在庫が「意図せざる減少」を示唆する動きをみせており、今後の景気展開にも期待がもてる内容となっている。11年は、給与税率の引き下げなど、新たに始まる景気対策も始まることとなっている。今後の焦点は、こうした需要回復がどれ程の雇用をもたらすかであろう。この点、ここ最近では新規雇用の中核を占める中小企業に動意がみられるなど、雇用回復に期待がもてる状況が生まれつつある。以上から、米国景気は今後、需要と雇用の相互連関の中で、徐々に回復ペースを上げていくのではないかとみている。なお、こうした景気回復の動きを受け、FRBは予測期間内に金融緩和策からの出口を探る動きを始めるとみている。実質GDP成長率は11年が+3.2%（前回予測：+2.8%）、12年は+3.1%を予想。【米国予測表：7ページ】
- **中国経済**は、10年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+9.8%と上向きに転じたが、弊社で試算した前期比年率（季節調整後）でみると、+12%程度とさらに加速、景気のパラダイムは予想以上に強かったと推定される。半面で、過剰流動性などに伴う不動産過熱やインフレ圧力の副作用が顕在化している。これを受けて、政府・人民銀行は、行政指導の強化および、金融調整を10年に続き、早くも11年1月に預金準備率引き上げ、2月に利上げを行なった。金融政策が11年に「穏健（中立）」に戻され、預金準備率は20%超えが想定され、利上げは追加的に2~3回程度実施されよう。一方で、比較的速い経済成長を維持するために、積極的財政政策が継続され、とくに「十二五」計画の期間に4兆元大型景気対策をはるかに上回る規模と言われる4大政策（総合的産業集積群の発展戦略、7大戦略性新興産業の振興、民間投資の推進、大規模保障性住宅の建設）が始動予定であることから、実質GDP成長率の11年予測は、前年比+9.6%（前回予測：+9.3%）と上方修正、12年予測は、党大会前の成長加速パターンなどを受けて、前年比+10.2%とした。【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11/12年度、12/13年度とも、8%の高成長続くも、インフレ上昇による金融引き締め、政治リスクなどで資金流出続くなか、不透明感も生じており、11/12年度は前回から下方修正した。今後も原油価格やエジプト・中東政治情勢、国内政治動向など内外環境に留意が必要とみている。一方、ブラジル経済はインフレによる金融引き締めで2011年は4%台に鈍化すると予想、12年については景気モメンタムやインフレ鈍化に加えて、中期的な金利低下という政策的な観点からも、政策金利は微調整の可能性があるとみている。【インド、ブラジル予測表：15ページ】
- **為替相場**は、ドル円相場は米国景気回復ペースが材料視されるとみる。目利的にはFRBのQE2（量的緩和第二弾）の行方に、中長期的にはオバマ米大統領が2期目の大統領に相応しいと市場に受けとめられるか否かが注目されよう。ドル円相場は2007年からの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。新興国通貨は、世界景気回復を牽引する国家群の通貨との位置付けは変わらず、世界の通貨バランスでは相対的に通貨高圧力が掛かりやすい状況が続くとみている。

課題残すも、輸出を起点とする回復が続く日本経済

10年10-12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（前回予測は10年12月9日）を行うとともに、新たに12年度についての予測を行った。その結果、実質GDP成長率は10年度+3.0%（前回予測：同+3.2%）、11年度+2.0%（同+1.6%）、12年度2.1%となった。前回予測に比べると、10年度の成長率は下方修正、11年度の成長率は上方修正となっている。10年度の下方修正については、前回予測時点に比べて、10年4-6月期、7-9月期の成長率が下方修正されたことに伴う技術的な要因によるものである。一方、11年度の上方修正については、主に、①前回予測時点の想定よりも早期に輸出が持ち直しに転じたとみられること、②米国や中国など海外経済見通しの上方修正を反映したこと一などによるものである。

10年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.1%と5四半期ぶりのマイナス成長となった。需要項目ごとの内訳をみると、①エコカー補助金の終了やたばこ値上げを控えて、7-9月期に駆け込み需要が発生した反動による個人消費の減少、②海外経済の減速やIT関連における在庫調整の影響による輸出の減少、③公共投資の減少一などがマイナス成長の主因となっている。ただし、足元の動きを確認すると、米国や中国など海外経済の回復の動きを受けて、輸出は持ち直しの動きがみられはじめている。個人消費についても、家電エコポイントの縮小に伴う駆け込み需要の反動に留意が必要ながら、自動車販売の減少には下げ止まりの動きがみられる。こうした動きを受けて、鉱工業生産は11年1-3月期に増加に転じる見通しとなっており、日本経済は一時的な調整局面を脱し、再び回復への動きを辿り始めている。

当面の日本経済については、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も、輸出を牽引役として、再び循環的な回復モメンタムが強まっていくとみられる。問題はこうした輸出を起点とする回復が内需へ波及していくかどうかという点にあるが、当面は、設備・雇用の過剰感が解消されていないことや企業が先行きに対する慎重姿勢を維持していることなどから、引き続き回復の動きは緩やかなものに留まるとみられる。しかしながら、回復の動きが継続するにつれて、生産水準が徐々に切り上がるとともに、企業の先行きに対する見方も好転していくとみられることから、生産要素である設備や雇用に対する需要は緩やかながらも高まっていくとみられる。一方で、賃金・物価のデフレ圧力は根強く残るのではないかと考えている。グローバル化に伴い、市場としても競争相手としても新興国が台頭するなかで、相対的に良好な収益環境にある大企業・製造業においても、固定費である賃金を抑制する姿勢は容易に解消しないとみられる。また、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。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、賃金の伸び悩み、インフレ期待の低迷などから、消費者物価の下落圧力も残る公算が大きい。本予測では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が、それを踏まえた場合では、12年度においても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考えている。なお、国際商品市況の上昇に伴い、一時的にコアCPI（消費者物価指数・生鮮食品を除く総合）が

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

プラスに転じる可能性はあると考えているが、こうした動きは所得の海外流出を伴うため、却ってデフレ圧力を強めるおそれもある。

このように、今後の日本経済は、全体としては輸出を起点とした回復の動きが継続するとみられるものの、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとの、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引き続き想定した。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。なお、12年度後半については、海外における財政・金融政策による押し上げ効果が一巡するとともに、IT関連における循環的な調整圧力が高まることなどから、循環的な回復モメンタムは再び減速局面を迎えると想定している。

上記のように、新興国の台頭という環境変化に直面するものの、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、大手鉄鋼メーカーの合併をはじめ、企業レベルで国際競争力の強化に取り組む動きがみられる点は明るい兆しであるが、政府としても、さらなる法人税率の引下げやFTA・EPAの推進、観光・対内直接投資の促進、ベンチャー企業の育成や成長分野への経営資源のシフトを促す規制緩和など、企業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必要がある。また、将来不安の緩和や財政健全化に向けた取り組みという点では、社会保障制度と税制の改革も喫緊の課題といえる。この点、6月頃を目途するTPPの交渉参加や社会保障・財源の問題について、明確な方向性を示すリーダーシップが発揮できるかどうかを試金石となる。

上振れ、下振れ要因に引き続き留意

12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ついても引き続き注視したい。主な点としては、①米国経済の動向（企業・家計のマインド好転で潜在需要が顕在化する可能性など）、②FRBの追加金融緩和（QE2）を巡る動きとマネーフローの行方（新興国における資本流入やインフレ圧力への対処、資産・資源価格への影響）、③欧州ソブリンリスクの再燃、④食料インフレと高失業率、所得格差がもたらす中東諸国などの政情不安と地政学的リスクの高まり、⑤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、海外経済の成長が想定ほど国内へ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留意して、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。①予測期間中、為替は1ドル=82.5円、②原油入着価格は1バレル=85ドル、③財政政策は、11年度は政府予算案、12年度は中期財政フレームの方針に基づく、④金融政策は、予測期間中、現行の包括緩和政策を維持。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

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があると考えている。

日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)	2012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	▲ 0.6	0.6	▲ 0.6	0.7	0.2	0.4	0.3	0.8	0.0	0.1	▲ 0.0	0.5	▲ 3.7	1.1	1.2	1.1
実質GDP	0.5	0.8	▲ 0.3	0.4	0.7	0.6	0.7	0.7	0.6	0.4	0.3	0.2	▲ 2.4	3.0	2.0	2.1
(前期比年率)	2.1	3.3	▲ 1.1	1.5	2.7	2.5	2.7	2.7	2.4	1.5	1.1	0.8				
*国内需要	0.3	1.0	▲ 0.2	0.1	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5	0.3	0.3	0.2	▲ 2.7	2.0	1.5	1.7
*民間需要	0.3	1.0	0.0	▲ 0.0	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.3	0.2	0.2	▲ 3.9	2.0	1.5	1.7
民間最終消費支出	▲ 0.0	0.9	▲ 0.7	▲ 0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2	▲ 0.0	1.1	0.1	1.0
民間住宅	▲ 0.3	1.8	3.0	1.9	1.6	2.2	1.7	1.0	0.5	0.8	1.6	1.8	▲ 18.2	0.1	7.9	4.5
民間企業設備	2.9	1.5	0.9	1.0	1.2	1.4	1.8	2.0	1.9	1.5	1.2	1.0	▲ 13.6	5.6	5.3	6.5
*民間在庫品増加	▲ 0.1	0.3	0.2	▲ 0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 1.1	0.6	0.4	0.0
*公的需要	0.0	▲ 0.1	▲ 0.2	0.1	0.1	▲ 0.1	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.2	▲ 0.0	0.0	▲ 0.0
政府最終消費支出	1.1	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	3.4	1.9	0.9	1.0
公的固定資本形成	▲ 4.1	▲ 2.1	▲ 5.8	1.0	1.5	▲ 2.5	▲ 2.0	▲ 1.5	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	▲ 1.0	14.2	▲ 8.9	▲ 4.3	▲ 5.0
*公的在庫品増加	▲ 0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	▲ 0.0	0.0	0.0	0.0
*財貨・サービスの純輸出	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	0.3	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	▲ 0.0	0.3	1.1	0.5	0.4
財貨・サービスの輸出	5.3	1.5	▲ 0.7	2.4	2.8	3.1	2.8	2.6	2.1	1.1	0.7	0.3	▲ 9.6	17.7	9.2	7.4
財貨・サービスの輸入	4.0	2.9	▲ 0.1	0.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.6	0.7	0.6	0.3	▲ 11.0	10.6	6.2	5.5
GDPデフレーター	▲ 1.9	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.4	▲ 0.7	▲ 0.8	▲ 0.8	▲ 0.9	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.0	▲ 0.9	▲ 1.3	▲ 1.8	▲ 0.8	▲ 1.0

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

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)	2012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	21.0	13.5	4.9	5.0	4.2	7.4	10.7	4.8	5.2	4.5	3.6	2.4	▲ 8.9	10.6	6.7	3.9
(前期比)	1.5	▲ 1.8	▲ 1.6	7.0	0.7	1.2	1.4	1.3	1.1	0.6	0.4	0.2				
国内企業物価	0.2	▲ 0.1	1.0	1.5	1.6	2.3	2.2	1.8	1.7	1.6	1.3	0.9	▲ 5.2	0.6	2.0	1.4
消費者物価(生鮮食品除く)	▲ 1.2	▲ 1.0	▲ 0.5	▲ 0.2	0.2	0.3	0.0	▲ 0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	▲ 1.6	▲ 0.8	0.1	0.1
完全失業率(%)	5.2	5.1	5.0	4.9	4.9	4.8	4.7	4.6	4.5	4.4	4.3	4.3	5.2	5.1	4.7	4.4
名目雇用者報酬	1.2	1.2	0.7	▲ 0.3	▲ 0.1	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9	0.8	0.7	▲ 3.6	0.7	0.3	0.8
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	86.5	87.5	89.0	91.0	89.5	88.5	89.0	90.0	90.5	77.5	82.4	89.3	89.5
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	5.0	4.4	5.3	4.5	5.5	4.8	5.6	4.6	5.6	15.8	17.1	19.7	20.5
政策金利(無担保コールO/N物)	0.1	0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1	0~0.1				
長期金利	1.27	1.04	1.05	1.20	1.30	1.30	1.30	1.40	1.40	1.30	1.30	1.30				

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

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

持続的な景気回復が期待できる状態に

米国の10年10-12月期実質GDPは、前期比年率+3.2%と前期(同+2.6%)を上回る結果となった。個人消費が同+4.4%と堅調に推移したことが主な理由としてあげられ、それ以外の需要項目も概ね底堅く推移した。一方で、こうした需要回復と同時に、在庫は「意図せざる在庫減少」を示唆する動きをみせており、今後の景気展開にも期待がもてる内容となっている。個人消費を押し上げたのは、雇用・所得環境の改善に加え、量的緩和政策などを背景とした株価の上昇であろう。実際、家計部門の純資産との相関が高い貯蓄率は同時点で5.4%まで低下しており、資産効果を示唆する動きとなっている。一方、機器・ソフトウェア投資は、生産活動が循環的な減速局面にあることもあり回復ペースがやや鈍化。しかし、構築物投資は10期ぶりによくプラスに転じている。住宅投資は減税効果剥落の影響が一巡しやや持ち直し、グローバル景気回復に支えられた輸出は、引き続き堅調な伸びを維持している。政府支出は財政状況が厳しい州・地方政府部門の影響が響き、小幅なマイナスとなっている。

今後の景気見通しとして、まず生産面における循環的の流れについては、ISM指数や生産の出荷・在庫バランスを参考にし、11年1-3月期からは徐々に回復ペースが上向いてくる動きが想定される。在庫の過剰感が乏しいなかで最終需要が回復の動きを続けていることを踏まえると、企業は今後、在庫を積み上げる必要に迫られよう。一方、需要面をみると、景気の牽引役として期待されるのは個人消費であろう。この点、回復の持続性を占う上では、足元の需要回復がどれ程、雇用創出をもたらすかが注目されよう。確かに、現時点の雇用情勢は安定しつつも弾みがつかず、緩やかな回復に留まっている。しかし、最近では、新規雇用の中核となる中小企業の雇用マインドに改善の動きが出始め、また関連指標では、実際に雇用を増やす動きも確認される。そもそも、企業はリーマン・ショック以降、約900万人の雇用を削減した一方で、現時点で150万人程度しか雇用を取り戻しておらず、また、労働分配率などを参考にしても、労働コスト的には十分な余力があると考えられる。こうしたなかで、生産性の改善はすでに一巡しており、企業は労働投入量を増やすことなしに生産を引き上げることが困難な状況となりつつある。以上を踏まえると、需要回復に沿って企業が雇用を活性化させる体勢は、十分に整っていると考えられるのではないかと。実際に雇用情勢が改善してくれば、同時にさらなる需要回復がもたらされると考えられ、こうした雇用と需要の相互連関が進めば、景気回復はより堅固なものになっていこう。その他、昨年末に決まったブッシュ減税の延長が、マインド面の重石を軽減するとみられることや、新たに決まったその他の減税が、所得面をサポートすることなどにも期待できよう。特に、給与税率の引き下げは、11年に1,120億ドルの所得増加要因となる。

他の需要項目に関しては、まず、輸出はグローバル景気の拡大に合わせて概ね底堅く推移、設備投資も国内外の需要に支えられ、高い伸びが続くこととなろう。企業部門は潤沢なキャッシュを保有しているほか、様々な設備投資減税も用意されている。また、12年に入れば、信用回復とともに構築物投資にも持ち直し感が出始めるのではないかと。一方、住宅投資に関しては、当面の間は中古物件の過剰在庫が新築の需要を抑えることから、緩やかな回復に留まるであろう。また、政府支出も、連邦政府に関しては財政規律が求められ、また州・地方政府は引き続き厳しい財政状況が続くことから、弱含みの推移が続くこととなりそう。以上から、今回の見通しでは、雇用回復や減税を背景とした個人消費の回復が景気の牽引役と

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

なり、様々な需要に波及していく姿を想定し、11年の実質 GDP 成長率を+3.2%（前回予測：+2.8%）、11年は+3.1%を予想した。

その他の論点としては、まず不動産市況には引き続き注意が必要であろう。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、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%程度を占めるに過ぎないものの、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、それが景気を下押しするといったリスクが考えられる。特に、商業用不動産については、財務体質が相対的に脆弱な中小金融機関が経営資源の多くを割いており、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、不動産市況への警戒を緩めるまでには、もう少し時間がかかりそうである。もっとも、現状は景気が最悪期を脱するなかで、金融機関の連鎖的な破綻などの動きはみられず、またローン借換え問題についても、満期延長などの対応がとられている模様である。さらに、景気回復が続くなかで金融機関は相応の損失処理を進めており、信用供与にもようやく前向きになり始めている。以上から、雇用と需要の相互連鎖が途切れずに経済成長が続くのであれば、当問題が景気回復を阻害する要因として顕在化することは考えづらいのではないかと。

他方、州・地方政府の財政状況にも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、多くの自治体では財政が厳しく、行政サービスや雇用の削減を強いられている。しかし、これも景気が最悪期を脱するなかで歳出入バランスは改善に向かっており、一段と状況が悪化し続けているわけではなからう。公務員の雇用調整についても現時点で限定的に留まっており、民間部門の雇用回復が進むのであれば、景気への影響は限定的ではないかと。いずれにしろ、景気悪化によって生まれた多くのリスク要因は、景気回復が続く限りにおいては顕在化することなく、少しずつ解消されていくものと考えられる。となれば、問われることは、現行の景気回復の動きが続くか否かということであろう。

次の一手に注目が集まる FRB

FRB は現在、「景気回復ペースを加速させ、かつ最大雇用と物価安定という FRB の責務に一致するインフレ率を維持する」ことを目的とした国債買入れ、いわゆる量的緩和策（QE2）を実施している。FRB は常々、「責務を達成するために、国債の買入れ規模・ペースを見直す」としているが、いまのところ FOMC メンバーから、総額 6000 億^{ドル}の買入れを 6 月末まで実施するという当初の予定に反対する声は聞かれない。もっとも、その後の展開については不透明感が強い。確かにバーナンキ議長は、「失業率が十分に低下するには 4~5 年かかる」とし、現行の景気回復を評価しつつも、決して満足はしていない。このため、QE2 の終了後に即、出口戦略を模索するとは考えづらく、おそらく保有証券の満期・償還などによる受動的引き締めも避けたいのではないかと。すなわち、当面の間は準備預金残高を維持する程度の買入れを継続するという、現状維持政策がとられることになるかとみる。

もっとも、景気の回復傾向がより鮮明になり、雇用にも安定感が増してくれば、FRB は徐々に出口政策の準備を始めることとならう。そこでは、受動的な資産カットを容認するほか、流動性吸収オペの準備・

訓練（「制限された」流動性吸収）を始めることとなろう。実際、FRBはこの「制限された」流動性吸収を利上げの十分前に行なうとしており、インフレの台頭など、いざという時の場合に備えた体制作りだけは早々に行なっておきたいというのが本音ではないか。そして、いよいよFRBは「大規模な流動性吸収」、利上げ（付利金利の引き上げ）などの本格的な出口政策へと動き始めることとなるが、そのタイミングについては、早くても12年後半辺りになるのではないか。そこでは、失業率、インフレ率、信用動向などが考慮されると考えられるが、同時に金融緩和政策がもたらすコストとの比較考量も必要となつてこよう。当方では、この頃になれば景気や雇用が自律的、かつ持続的に回復し、インフレ率も緩やかながらも上昇傾向に転じているとみており、金融緩和状態の是正が始まる可能性があるかと想定している。

上振れ・下振れのリスク要因

以上の予測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、今回も量的緩和から派生するリスクをまずは念頭に置いておくべきであろう。アップサイドについては、金融緩和の継続によって株価上昇が続くとすれば、場合によっては個人消費がさらに強含むことで、景気回復ペースが一段と上向き可能性があろう。この際、企業が雇用や設備投資といった供給能力の増強に前向きになるといった可能性も指摘されよう。一方、ダウンサイドに関しては、①過剰流動性がコモディティー市場にも流入し、原油などの原材料価格が高騰すること、②こうしたインフレ懸念が高まることによって、長期金利に上昇圧力がかかること、③新興諸国への資金流入が増えインフレやバブルが発生、それに対する金融引き締め政策がとられること一などが懸念される。また、欧州サイドの財政懸念や、中東地域の政情不安などが、金融マーケットでのリスク回避的行動を強める可能性も指摘されよう。

米国経済予測 総括表

(単位:%)

	2010				2011(予)				2012(予)				2010	2011(予)	2012(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q			
実質GDP 前期比年率	3.7	1.7	2.6	3.2	3.3	3.5	3.7	3.8	2.6	2.3	3.4	3.6	2.9	3.2	3.1
(前年同期比)	2.4	3.0	3.2	2.8	2.7	3.1	3.4	3.6	3.4	3.1	3.0	3.0			
個人消費	1.9	2.2	2.4	4.4	3.5	3.3	3.6	3.7	2.3	2.8	3.5	3.8	1.8	3.4	3.1
設備投資	7.8	17.2	10.0	4.4	6.2	8.1	9.8	10.4	8.9	7.1	8.5	9.0	5.5	8.0	8.8
住宅投資	▲12.3	25.6	▲27.3	3.4	8.9	6.4	4.1	2.2	2.6	3.8	4.4	5.9	▲3.0	2.0	3.8
*在庫	2.5	0.8	1.6	▲3.4	0.5	0.6	0.7	0.7	▲0.2	▲0.2	0.5	0.4	1.3	▲0.0	0.2
*純輸出	▲0.3	▲3.3	▲1.7	3.4	▲0.4	▲0.2	▲0.4	▲0.5	0.3	▲0.3	▲0.5	▲0.7	▲0.5	▲0.0	▲0.3
輸出	11.4	9.1	6.7	8.5	9.0	9.5	10.0	10.5	9.5	8.0	9.0	9.0	11.7	9.0	9.4
輸入	11.2	33.5	16.8	▲13.6	10.2	8.9	10.8	11.7	6.0	8.2	10.6	11.3	12.6	7.2	9.2
政府支出	▲1.6	3.9	3.9	▲0.6	▲0.7	▲0.7	▲0.8	▲0.6	▲0.4	▲0.2	▲0.1	0.2	1.1	0.2	▲0.4
名目GDP 前期比年率	4.8	3.7	4.6	3.4	3.6	5.0	5.7	5.8	3.3	4.0	5.8	5.9	3.8	4.4	4.8
GDPデフレーター 前年比	0.5	0.8	1.2	1.3	1.1	1.0	1.0	1.4	1.5	1.6	1.7	1.8	0.9	1.2	1.7
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	9.0	8.9	8.8	8.7	8.6	8.4	8.2	8.0	-	-	-
雇用者数増減 万人	3.9	18.1	▲4.6	12.8	13.0	15.4	18.9	23.1	26.7	28.8	30.2	30.6	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	2.4	1.9	1.4	1.2	1.0	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.7	1.7	1.3	1.6
同 コア 前年比	1.8	1.5	1.2	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	0.8	1.0
鉱工業生産	7.1	7.2	6.5	2.4	5.1	5.5	7.5	8.3	7.2	4.0	5.6	6.9	5.7	5.5	6.5
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	0.00~0.50	0.00~0.75	-	-	-
長期金利	3.70	3.47	2.77	2.86	3.3~3.8	3.5~4.0	3.6~4.2	3.7~4.2	3.8~4.3	3.9~4.4	4.0~4.5	4.0~4.5	-	-	-

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。
 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利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、予測はレンジで表示。
 出所: 米商務省、労働省、FRB、DatastreamよりMSRC作成

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

10年10-12月期の実質GDP成長率は前年比で+9.8%と上向き、前期比で+12%程度と更なる加速

10年10-12月期の実質GDP成長率は、前年比+9.8%と上向きに転じたが、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(季節調整後)でみると、+12%程度とさらに加速(7-9月期：+9.5%と上向き)、景気の本質は予想以上に強かったと推定される。また、10年年間では前年比+10.3%と3年ぶりに再び2ケタ台の成長に回復した。

過去5年間を概括すると、2年半の好景気後に、08年後半~09年前半に国際金融危機の影響を受けたものの、その後は大型景気対策や、やや行き過ぎた金融政策などを背景に世界に先行して、予想以上のテンポで景気回復が進んだ。過去5年間の年平均の実質GDP成長率は+11.2%と第11次5ヵ年計画(06-10年)の目標である年平均+7.5%(中央経済工作会議で各年決定のGDP目標：+8.0%)を大幅に上回る高成長を示現した。半面で、09年後半~10年(1-3月および9~12月)には、過剰流動性などに伴う不動産過熱やインフレ圧力(10年後半以降)の副作用が顕在化している。

次期5ヵ年計画(11~15年)の主要目標と12年秋の政権交代

今後5年の中国経済社会を展望すると、10年10月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つの主要目標の第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5日に開幕予定の全人代(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)が公表されよう。

一方、政治分野では、12年秋に開催予定の共産党大会(5年1回)で、政権の世代交代(第4世代→第5世代)という最も重要な人事異動を控えている。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、次期第5世代の後継者に確定と認識されているようだ。「太子党」(高級幹部の徒弟)の習近平・国家副主席(党序列6位)が「共青団」グループの李克強・筆頭副首相(党序列7位)との権力闘争で一歩リードしている。両名のいずれかが最高指導者に選出されたとしても、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く、現政権が掲げている「2020年調和社会、全面的な小康社会の実現」に沿った政策方針が継続されよう。第5世代の色が明確に出てくるのは、「十三五」計画(16~20年)となろう。

GDP予測は11年を内需拡大中心に+9.6%と上方修正、12年を党大会開催に伴い成長加速で+10.2%

11年の経済政策は、10年12月開催の中央経済工作会議で、とくに金融政策が「適度な緩和」から「穏健」に転換、財政政策は「積極」を継続との決定が行なわれている。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

温家宝首相は、11年2月1日に人民大会堂で開催の11年春節団体祝賀会での挨拶の中で、①物価高防止、②不動産市場のコントロール、③「共同富裕」路線の堅持、④社会事業の発展一を強調したと報道された。

確かに、足元の景気情勢は、①の物価が、消費者物価CPIで10年11月に前年比+5.1%と警戒水準を超え、12月は同+4.6%と鈍化したものの、比較基数が低い10年前半の物価水準や過剰流動性の金融情勢、国際商品市況(とくに穀物市況)の上昇などを勘案すると、11年前半は同+5%~+6%程度が想定され、楽観視できない。また、②の不動産市場も、不動産市場の健全化政策をみると、国务院から打ち出された10年4月の「新国十条」、11年1月の「新国八条」、25都市の地方政府から10年9月~11年1月の期間に発表された「限购令」(1家庭に1件の住宅購入の制限令)一など相次いだ行政指導の強化にかかわらず、10年9月以降、根強い実需の下、過剰流動性の拡大に伴う投機的な動きが横行し、不動産市場は再び取引量を伴って、価格上昇に転じた。

以上のような根強いインフレ圧力と不動産過熱などの情勢が、国民生活や社会の安定を脅かす方向にあるため、物価面では10年11月に打ち出した16項目の物価緊急対策、不動産市場では11年1月には不動産税の試験的暫定規定(上海市全体と重慶市9行政区)の実施一など行政指導の更なる強化および、金融政策で柔軟かつ的確で予見性をもった金融コントロールの更なる強化など、断固たる決意が表明されている。

一方で、中国政府は、比較的速い成長を維持するために、積極的財政政策を継続しており、とくに「十二五」計画の期間に09~10年の大型景気対策(4兆元)をはるかに上回る規模と言われる4大政策(①地域特性ある総合的産業集積群の発展戦略、②大戦略性新興産業の振興[5年間で10兆元の投資規模]、③民間投資『新36条』の推進、④大規模保障性住宅の建設)が始動する予定で、早くも11年の党中央文件第1号に指定された「水利事業建設の拡充」(農業用灌漑や都市部の上下水道の整備一など10年間で4兆元規模の事業)や④の「保障性住宅の大規模建設」(11年に前年比+420万戸の1,000万戸に拡大)などの具体的な計画が浮上しており、上述の「共同富裕」路線の堅持や社会事業の発展を一層推進する方針である。

このように内需の拡大を中心に、外需では貿易収支の均衡対策を本格化する方針であることを受けて、みずほ証券リサーチ&コンサルティングでは、実質GDP成長率の11年予測を前年比+9.6%(10年11月予測: +9.3%)に上方修正、12年予測を党大会前の成長加速パターンなどを受けて、前年比+10.2%とした。

インフレ圧力と不動産の過熱感に対し、予見性ある金融調整と行政指導で対応強化

インフレ(消費者物価CPI)の11年見通し(11年統計の算定方式変更を考慮後)では、①10年12月の物価水準を発射台に11年の動きを弊社で試算すると、1~8月の月単純平均で+3.4%程度押し上げ要因(特に1月と6月は+4%程度と高い)があり、②CPIバスケットの30%強を占める食料品価格が、国内の需要増や内外の天候不順による供給減による需給逼迫懸念、過剰流動性に伴う投機的な動きなどを背景に上昇の可能性が高く(足元の内外の穀物市況は上昇の動き)、加えて③居住類項目の物価も不動産市場の再活況などに伴い上昇基調にある一などインフレ圧力は根強いことから、年前半は11年政府目標(+4.0%)を超過し、前年比+5%弱の上昇が、年後半には物価高防止策に伴い、同+3%半ば水準に沈静化しよう。

11年1月の物価統計によると、CPIは季節要因や天候要因などが影響も、統計の算定方式変更(特に食品価格指数のウエイト引下げ)で前年比+4.9%と5%を割った。なお、弊社MSRCによる変更前の試算では同

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

+5.1%程度と推定される。一方、原材料・燃料価格、生産者価格 PPI は、とくに 11 月以降、米国中心に先進国の追加金融緩和策と景気回復の動き、新興国の需要増、世界的な天候不順などを伴う世界商品市況高の影響を受けて、前者が前年比+9%台後半、後者が同+6%台と再び上伸してきている。CPI 非食品価格は、とくに商品販売が慢性的な供給過剰に伴い価格転嫁は難しい状況にあるが、居住価格や医療保健などサービス価格が不動産価格や賃金上昇などで上向く方向にある。

一方、金融情勢は、08 年後半以降、国際金融危機の影響が深刻化し、党・中央政府は、積極的な財政政策と適度な(実際にはやや行き過ぎた)金融緩和策を打ち出し、とくに銀行新規貸出増加額は 09 年に 10 兆元(年目標:5 兆元)に迫る動きとなり、過剰流動性が拡大した。一方、10 年には名目上前年比で▲1.65 兆元の 7.9 兆元と減少したものの、信託商品を通じた貸出(2 兆元程度)や上場企業の旺盛な資金調達(1 兆元程度)などを含めると、実質的な新規貸出増加額は増えていると推定され、かつ、ホットマネーが前年比 3 倍増となり、過剰流動性に更に拍車をかけている。

11 年 1 月の金融統計をみると、マネーサプライが前年比で、M2 が+17.2%と鈍化したものの、11 年目標(+16%)を超えており、さらに銀行新規貸出増加額(人民元)が 1.04 兆元と再び拡大した。また、銀行間市場金利も、加重平均コールレートが前月比+0.78%p の 3.70%、加重平均レポレートが同+1.17%p の 4.29%と上昇している。

これを受けて、政府・人民銀行は、10 年に入り、6 回の預金準備率引き上げ(4 大国有商業銀行など特定 6 行のみ 7 回と差別的措置)と 2 回の利上げ(計 0.50%p)を実施し、11 年 1 月に早くも預金準備率引き上げ、2 月に利上げ(0.25%p)を行った。11 年の金融政策は、名目的に「穏健(中立)」も、実質的には「穏健ながらも引き締め」への転換であり、預金準備率(11/1 末:18.5%)が 20%超え、利上げについては、インフレ抑制に対する断固たる政府の意思表示や実質マイナス金利(11/1:▲2.15%)の是正、などを勧案すると、追加的に 2~3 回程度が想定される。

なお、金融指標の目標は、従来と異なり、①マネーサプライ(M2 の伸び率)と②銀行新規貸出増加額(人民元ベース)の提示から、11 年は、①は継続も、②は新たな貸出管理体制改革が試行され、銀行新規貸出増加額は提示しないと銀行業監督管理委員会(「銀监会」と略称)から発言があった。「経済成長率をもって貸出速度を確定する」との試験的な方法に変更されると中国紙で報道されている。並行して、金融当局は、各銀行の自己資本比率、流動性、動態的引当率、預貸比率などの指標を基準に、貸出に関する指導を行なうようだ。加えて、銀监会は、地方投融资公司(融資プラットホーム)に対する銀行融資について、5 つの債権カテゴリーを分け、リスクウェイトをより詳細に設定し、貸出リスク管理を強化する方針である。今後、地方政府主導の開発が一層高まる方向にあるため、政府・金融当局は地域開発計画に対する融資を厳格に審査し、健全な経済発展を推進する方針である。

貿易は底堅く拡大も収支は緩やかに減少、人民元改革(弾力性、国際化など)は漸進的

11 年の貿易展望は、欧州の緊縮財政政策による影響が懸念されるものの、①米国は消費マインドの緩やかな改善の動きやブッシュ減税延長+ α の景気対策が期待され、②新興諸国も、米国など外需の改善および内需の拡大と合わせて、引き続き底堅い景気展開が想定されるため、中国の貿易は底堅く推移しよう。一方、

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

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 ヶ月程度遅行して連動する規則性を有するが、OECD 景気先行指数が、再び米国中心に上向いてきており、11 年の中国貿易動向は、前年比+2 割程度（内需拡大に伴い、輸入が同+25%程度と相対的に輸出をやや上回る伸び）の伸びで、貿易収支が前年比▲14%程度と想定される。12 年も基調的に貿易黒字が緩やかながらも減少しよう。

11 年 1 月の貿易統計によると、新年度入りおよび春節（2 月 3 日）などの季節要因、米国など先進国の景気回復や新興諸国の景気拡大、世界商品市況の上昇などの外部要因を受けて、輸出が前年比+37.7%、輸入が同+51.0%、貿易収支が同▲53.5%の 64.5 億ドルと大幅に減少した。一方で、輸出が米国中心に好調で高い伸びであったことを踏まえると、先行きの輸出の底堅さを示唆するものとも捉えられよう。

人民元レートは、胡国家主席の 11 年 1 月訪米などを受け、対ドルで 6.6 元を突破、1 月 19 日発表の米中共同声明でも「人民元相場形成メカニズムを一層改善し、人民元の弾力性を高める」との文言が盛り込まれる一など、11 年以降は年率+6%程度の元高を想定している。一方、元の国際化も「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」との方針の下、漸進的に進展しよう。人民元レートは 11 年末に、前年末比+5.7%の 6.25 元/ドル程度、12 年末に同+5.8%の 5.91 元/ドル程度を予想している。

課題が山積する中、持続可能な発展のために、次期政権に一層求められる強い指導力と内外の調整力

山積する主な課題として、①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）、②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）、③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）一などが挙げられる。

中国政府は、中長期的にこれまでの輸出・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）への転換を図る方針である。持続可能な発展を実現するために、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）は不可欠であり、今後 5 年程度で労働年齢人口が減少し、30 年以降には人口減少と高齢化が進展する人口動態を控えていることから、産業の高度化、社会保障制度と公共サービスの充実（医療・社会保障や教育などの公共サービスの充実）、生活水準の向上（とくに国民収入分配改革、中低所得者層の賃金の上昇）、省エネ・環境保全の強化が強く求められている。なお、11~30 年の期間に注目される開発計画や産業構造として、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）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。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

[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)
09	9.2	15.5	30.1	▲16.0	▲11.2	1,961	▲0.7	11.0	6.827
10 実績	10.3	18.4	23.8	31.3	38.7	1,831	3.3	15.7	6.607
11 MSRC予想	9.6	18.5	24.0	19.5	23.9	1,578	4.2	14.5	6.250
12 MSRC予想	10.2	18.8	23.0	19.7	21.7	1,538	3.4	15.5	5.910

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

[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
10	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	1.0
	Q4	9.8	9.7	10.5	1.2
11 MSRC予想	Q1	9.4	11.4	13.9	▲ 0.7
	Q2	9.7	9.7	15.9	▲ 0.4
	Q3	9.7	9.6	15.7	▲ 0.2
	Q4	9.5	10.7	14.6	▲ 0.2
12 MSRC予想	Q1	9.6	12.7	15.4	▲ 0.6
	Q2	10.6	11.8	19.0	▲ 0.4
	Q3	10.4	11.4	17.6	0.1
	Q4	10.1	12.1	16.8	0.1
10		10.3	7.8	14.4	0.8
11 MSRC予想		9.6	10.4	15.0	▲ 0.4
12 MSRC予想		10.2	12.0	17.2	▲ 0.2

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

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

インド経済は、8%台の高成長続くも、インフレ上昇による金融引き締め、政治リスクなどで資金流出続くなか、不透明感も

景気の見通しについては、10/11年度（11年3月期）の実質成長率が前年比+8.4%（同8.3%）、11/12年度（12年3月期）が同+8.0%（同+8.4%）、12/13年度（13年3月期）が同+8.3%程度と予想した（カッコ内は前回10年11月予測時点）。

足元まで景気は10年の自動車販売台数が約303万台と過去最高を更新、前年比で34%増となるなど、個人消費を中心に堅調な拡大が続いている。背景には、企業業績の回復による都市部中間層の所得拡大、銀行貸出の増加、海外からの資金流入による資産価格の上昇や資金調達環境の改善などがある。

ただ、今後については、景気へのネガティブな要因が増えており、11/12年度の実質成長率を下方修正した。具体的には、①インフレが食料品や素材などを中心に中銀の想定を上回るペースで上昇するなか、政策金利はレポレートで現状の6.5%から11年後半にかけて7.25%程度まで引き上げられ、ローン金利の上昇などで景気への下押しが想定される（従来は、12年3月時点で同6.5%想定）、②携帯2Gのライセンス売却に絡む贈収賄で担当閣僚が辞任、逮捕されるなど、シン首相の支持率低下や野党の辞任要求などで俄かに政治リスクが高まっており、金融引き締め懸念と合わせて、海外からの資金流入が減退している一などが挙げられる。海外からの証券投資は10年通年で400億ドル台後半と過去最高を更新し、企業の資金調達や銀行貸出など金融面から景気を押し上げたとみられるが、仮にシン首相の辞任や解散総選挙などになれば、財政面からのバラマキ拡大や経済改革の停滞などで資金流入の減退が続く可能性もある。また、原油価格も中東・北アフリカにおける政治情勢の緊迫化で一時上昇したが、今後も世界景気の回復や投資マネーの流入などで上昇圧力がかかるとみられ、留意が必要だ。というのも、インドは原油の約7割を輸入しており、原油市況が上昇した場合、補助金などの財政負担増加、インフレ上昇、経常赤字の拡大などが懸念されるためだ。こうした状況は07年～08年春の局面とかなり似てきており、当時は石油や食料への補助金増加、総選挙を控えたバラマキなどで財政赤字GDP比率は10%を超え、経常赤字も拡大するなか、ソブリン格付けの見直しリスクが浮上、海外からの資金流入が減退した。また、中銀の金融引き締めの強まりと合わせて、実質成長率は四半期ベースで9%後半から7%前半に急速に鈍化した。今回も当面、原油など商品市況や政治動向など、内外の不透明感が高まっている点に留意が必要である。

なお、短期的な注目点としては、2月末に11/12年度予算案が発表されるが、緩やかな財政再建路線をとるなかで、景気過熱の抑制やインフレ対応の観点からも歳出抑制がどの程度進むのかが注目される。具体的には、景気刺激策として実施した物品税減税の打ち切りの有無、インフレが進むなか、石油や食料品などへの補助金改革を更に進めるのか、格差解消の観点から実施している雇用保障プログラムや農村部のインフラ整備などバラマキとの批判もあるなかで伸びを抑制するのか、先延ばしが続いている直接税や間接税などの税制改革の進捗、小売業など外資規制緩和の有無一などが挙げられる。

12/13年度の実質成長率については、①米国など海外景気の回復を受けて輸出の回復が続く、②金融政策はインフレ動向を睨みながら様子見姿勢に転じる、③米国の利上げは12年後半以降にスタートするものの、利上げのペースは緩やかなものに留まり、新興国への資金流入基調自体は続く一などから、前年に比べて伸び率がやや拡大すると予想した。ただ、上記のように政治情勢や原油など商品市況の動向次第では、今後成長率見通しの下方修正リスクが燃るとみている。

ブラジル経済はインフレによる金融引き締めで 11 年は 4%台に鈍化、安定成長に向け難しい舵取り続く中銀、12 年はファイン・チューニングの可能性も

景気の見通しとしては、10 年の実質経済成長率は前年比+7.5% (同+7.7%)、11 年は同+4.3% (同+4.5%)、12 年は同+4.5%程度を想定している (カッコ内は前回 10 年 11 月時点)。

10 年末にかけてブラジル経済は、①雇用所得環境やマインドの改善を受けた中間層の消費拡大、②景気刺激策としての低所得者の住宅取得支援策や、貧困世帯への現金支給 (ボルサ・ファミリア)、最低賃金の引き上げ (年金生活者や公務員の給与に波及) などの財政面からの下支え、③海外からの資金流入や中銀の為替介入、銀行の貸出姿勢の回復などによる金融面からの景気押し上げなどで、内需を中心に堅調な展開をみせた。

11 年の景気は年後半にかけてモメンタムが鈍化していくとみている。背景には、①中銀は昨年以降、累計 200bps の利上げを実施したが、インフレ上昇が続くなか、年央にかけて 12.50%程度まで更に引き上げ、個人向けのローン金利も今後上昇に転じる、②10 年通年で 1000 億ドルに達した海外からの資金流入は、当局の相次ぐ資本流入規制や為替介入などで 11 年は鈍化し、景気押し上げへのインパクトは低下する、③中銀の預金準備率引き上げなど資金吸収や個人向け貸出のリスクウェイト引き上げなどプルーデントな措置が景気過熱を抑制する、④政府は短期的な景気過熱やインフレの抑制に加えて、中期的にも財政再建による金利低下でレアル高の抑制を図るなどの観点から、11 年度予算案において人件費など歳出カットを目指している一などが挙げられる。10 年通年でみれば、雇用所得環境の改善や米国など海外景気の回復による輸出の増加、資源関連の設備投資の回復などが下支えし、4%台前半のトレンド並みの実質成長率になるものの、年後半の実質成長率は 3%台後半に低下、インフレ率も 5.3%程度に低下すると予想した。

12 年の実質成長率は、金融引き締めによるローン金利の上昇で個人消費の減速が続き、年前半は 3%台後半で推移、インフレ率も景気モメンタムの鈍化による需給の緩和で 4%台後半まで鈍化するとみている (インフレ・ターゲットの中心は 4.5%)。景気がトレンドをやや下回る状況のなかで、インフレ率の 5%割れが視野に入ってくれば、主要国に比べても極めて高い金利水準の中期的な低下とそれによる成長の下支えや、内外金利差の縮小による海外からの資金フローのボラティリティ抑制などの政策的な観点から、政策金利を一時的に引き下げるファイン・チューニングの可能性があるとみている。実質成長率は利下げで年末にかけて個人消費などがやや持ち直すものの、通年では 4.5%と前年並みの成長になるろう。

リスクとしては、①米国景気の回復による長期金利の上昇や FRB の QE2 の解除を巡って、米国金利の上昇ピッチが速まる場合、新興国への資金流入が減退し、マネーの面からの景気下支え効果が薄れる、②中国の実質金融引き締めスタンスが強まることで、資源需要の減退や商品市況が下落する、③当局の資本流入規制にも関わらず、主要国の低金利環境に伴う余剰マネーの流入が続き、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 年以降の景気減速感が強まる、④景気がトレンド近辺で推移するなかで、通貨高に伴う購買力の向上もあって輸入の高い伸びが続き、経常赤字の拡大が続く、⑤政策面では 11 年度予算において歳出削減を行うことを発表しているが、公約通り削減が進むのか。また、中期的に各種の構造問題 (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。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

インド経済の予測総括表

	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)	12/13年度(予)	
実質GDP成長率(%)	9.6	9.3	6.8	8.0	8.4	8.0	8.3	
農林漁業	4.2	5.8	▲ 0.1	0.4	4.2	3.5	3.6	
産業	12.2	9.7	4.4	8.0	7.7	7.3	7.6	
サービス業	10.1	10.3	10.1	10.1	9.8	9.4	9.7	
鉱工業生産(%)	14.3	10.3	4.2	8.8	8.1	7.5	7.9	
輸出(億ドル)	1289	1662	1890	1822	2303	2678	3194	
輸入(億ドル)	1907	2576	3085	3006	3631	4223	5075	
貿易収支(億ドル)	▲ 618	▲ 915	1195	▲ 1184	▲ 1329	▲ 1545	▲ 1880	
経常収支(億ドル)	▲ 96	▲ 157	▲ 279	▲ 383	▲ 522	▲ 606	▲ 762	
財政収支(GDP比:%)	▲ 3.3	▲ 2.6	▲ 6.0	▲ 6.7	▲ 5.4	▲ 5.2	▲ 4.8	
インフレ率(WPI,%)	6.8	7.7	1.5	10.2	7.6	5.6	6.7	
政策金利								
(3月末:%)	レポ	7.75	7.75	5.00	5.00	6.75	7.25	7.25
	リバース・レポ	6.00	6.00	3.50	3.50	5.75	6.25	6.25
預金準備率(%)	6.00	7.50	5.00	5.75	6.00	6.25	6.25	

注: 年度ベース(4-3月期)、貿易は通関ベース、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

	06年	07年	08年	09年	10年(予)	11年(予)	12年(予)
実質GDP成長率(%)	4.0	6.1	5.2	▲ 0.6	7.5	4.3	4.5
個人消費	5.2	6.1	5.7	4.2	6.4	4.0	4.1
政府消費	2.6	5.1	3.2	3.9	4.0	3.7	3.3
総固定資本形成	9.8	13.9	13.6	▲ 10.3	22.3	10.2	10.3
輸出	5.0	6.2	0.5	▲ 10.2	11.1	6.6	9.7
輸入	18.4	19.9	15.4	▲ 11.5	37.0	16.0	17.7
貿易収支(10億ドル)	46.5	40.0	24.8	25.3	20.3	8.9	1.9
経常収支(10億ドル)	13.6	1.6	▲ 28.2	▲ 24.3	▲ 47.5	▲ 66.2	▲ 84.4
同・GDP比(%)	1.2	0.1	▲ 1.7	▲ 1.8	▲ 2.3	▲ 2.8	▲ 3.1
財政収支(GDP比:%)	▲ 3.5	▲ 2.7	▲ 1.9	▲ 3.3	▲ 2.8	▲ 2.9	▲ 3.0
鉱工業生産(%)	2.9	5.9	2.9	▲ 7.3	10.5	4.9	5.8
インフレ率(%)	3.1	4.5	5.9	4.3	5.9	5.3	5.0
政策金利(%)	13.25	11.25	13.75	8.75	10.75	12.50	11.50

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

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

米景気回復を映したドルの戻りを予想

これまでのドル円相場を振り返ると、まず初めに、2010年9月15日に2004年3月以来、約6年半ぶりの本邦当局による円売り・ドル買い介入がその後の相場へ与えた影響は大きかったとみている。というのも、当初、市場では日本の単独為替介入の限界を指摘する声が多かった。だが、その後、80円を割れそうな相場の動きがみられる度に、介入がなされるとの警戒感が自然と市場に広まるようになった。一定の効果を発揮しているといえる。これらは、本邦当局の過度の円高阻止に向けた断固とした姿勢が市場に浸透していることの現れであるとみている。

こうした経緯を辿って、ドル円相場は2010年11月1日に80.22円というドルのボトムを付けて、足元まで80～85円レンジの膠着相場が長らく続く状況となっている。相場水準を月末値でみれば、2010年8月以降、6ヵ月連続で80～85円レンジが続いている。市場の注目点は、相場がいつ頃このレンジを抜けるのか、その方向はドル高、ドル安のどちらなのかに収斂してきているようにみえる。

今後の見通しのポイントは、大きくは米国景気回復ペースにかかるとみている。目的的には、2011年の前半にかけてはFRBのQE2（量的緩和第二弾）の行方を注目している。中長期的には、同年後半から2012年にかけて、オバマ米大統領が2期目の大統領に相応しいと市場に受けとめられるか否かではないかとみている。

FRBのQE2については、現状、6月までの期限となっていることから、打ち止めか継続拡大かのFRB内の判断は4月開催予定のFOMCが実質的に最終判断を下すタイミングであるとみている。相場としては3月初めに開催予定のFRB議長議会証言が相場への織り込みの口火を切る場面となるのではないかとみている。FRB幹部の議論が一段と相場材料視されていくとみる。

このところ、バーナンキFRB議長がQE2打ち止め派FOMCメンバーのコメントに積極的に反論していないことを留意したい。米金利の上昇に以前ほど追いついていないドル円相場の状況からみて、米国景気回復期待とQE2の6月打ち止め期待が重なる場合、ドル円相場はレンジの上限を上抜けるきっかけをつかむとみている。それはドル円相場が米金利の上昇を良い金利上昇であると反応することを意味している。

長いスパンでは、オバマ大統領が2期目の大統領に相応しいと市場に受けとめられるか否かに注目している。それだけに、オバマ大統領が超党派を意識したスタンスに変化してきていることに注目している。加えて、2012年11月の米大統領選挙までに失業率8%水準を下回る方向が目指せるのかどうかも見逃せない。これらは過去の現職大統領が2期目に当選したパターンを比較してのこと。世界的には米中ともに政治リーダーの去就が注目される2012年に向けて、政治的な意思が相場に影響を与えていくことを想定している。

そうした中での、ドル円相場は2007年からの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。ユーロドル相場は1.2～1.4ドルのレンジが収斂しながら、緊縮財政政策を映す形で先行きユーロは調整含みの動きを予想。新興国通貨は、世界景気回復を牽引する国家群の通貨との位置付けは変わらず、世界の通貨バランスでは相対的に通貨高圧力が掛かりやすい状況が続くとみている。

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。

【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/>

みずほ証券リサーチ&コンサルティング

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。