

2011/2012 内外マクロ経済予測

2011年08月17日
広告審査番号 MFB151-110817-01
MSRC 審査番号 06-A-110817-01

市場の混乱を乗り越えて成長が続く世界経済

投資調査部

- ▶ **日本経済**は、11年4-6月期の実質GDPは前期比年率 1.3%と3四半期連続のマイナス成長となったものの、サプライチェーンの復旧や企業・家計のマインド改善などにより、震災による急速な悪化から持ち直してきている。当面、在庫復元を含めて生産水準を回復させる動きが続くなか、速いペースでの持ち直しが続くと見込まれるが、こうした動きが一巡した後は、需要の伸びに見合う形で、持ち直しの動きは徐々に緩やかになっていくとみられる。足元では、海外経済の減速や円高の進行など、輸出環境を巡るリスクが高まってきているものの、世界経済は腰折れすることなく成長を続けると考えており、輸出の増加基調は維持されるとみている。こうした点から、輸出と復旧・復興関連需要が需要面での牽引役を果たす形で、予測期間中、日本経済は回復に向けた動きが継続すると想定している。実質GDP成長率は11年度が+1.0%（前回予測：+0.8%）、12年度は+2.7%（同：+2.7%）を予想。【日本予測表：4ページ】
- ▶ **米国経済**は、11年4-6月期の実質GDPが前期比年率+1.3%と低成長に留まった。ガソリン価格の高騰やサプライチェーンの停滞などが影響したとみられるが、直近では、すでにソフトパッチを脱却する動きが出始めている。もっとも、8月に入りマーケットが大きく混乱した点は憂慮すべきであり、これは個人消費を一時的に冷やすリスクがある。このため、ソフトパッチ脱却は10-12月期に後ずれすると予想した。但し、景気回復の遅れをもたらしている主因は、いわゆる構造問題ではなく、立て続けに発生するリスク・イベントであるとみている。実際、景気が09年半ばに後退局面を脱して以降、GDP成長率や雇用は終始一貫として低迷してきたわけではない。今回の見通しでは、景気のソフトパッチやマーケットの混乱がみられたことなどを考慮して、前回から成長率を下方修正。しかし、リスク・イベントが消化される過程で、景気は雇用と需要の相互連関によって再び回復ペースを高めていく姿を想定している。実質GDP成長率は11年が+1.8%（前回予測：+2.4%）、12年は+2.5%（同：+2.8%）を予想。【米国予測表：7ページ】
- ▶ **中国経済**は、11年4-6月期の実質GDP成長率は、前年比+9.5%とやや減速も10年7-9月期～11年1-3月期の推移からみると、+9.5%～+10%の水準レンジで、安定的に比較的高い成長を維持している。11年の実質GDP成長率は、7月開催の中共中央政治局会議の決定事項を受けて、物価高や不動産過熱に対する防止、良好でかつ比較的高い経済成長および国民生活の改善とのバランスを一層配慮し、一方で、外部環境リスク（米国の厳しい財政状況と米価格付けの引下げおよび景気への影響、欧州財政金融問題の更なるリスクおよび景気への懸念など）が7-8月以降一層高まり、下半期の中国経済は一定程度の影響を受けると想定される。12年も、中国政府は、引き続き「積極」的財政政策、「穏健」的金融政策の継続が想定されるが、従来の5ヵ年計画（計画）の実質GDP成長率パターン（党大会が開催される5ヵ年計画の2年目に成長率がピークアウト）とは異なり、安定成長が予想される。11年予測を前年比+9.4%（11年5月予測：+9.3%）に若干上方修正、12年予測を前年比+9.4%（11年5月予測：+10.0%）に下方修正した。【中国予測表：9ページ】
- ▶ **インド経済**は、インフレ抑制のための金融引き締めなどで11年度実質GDP成長率は7.6%に鈍化すると予想。新興国のなかでもインフレ圧力が厳しく、中銀は年末にかけて金融引き締めを続けるとみられる。海外金融市場の混乱長期化などのリスクが顕在化した場合には財政余力が限定的な点に留意したい。
- ▶ **ブラジル経済**は、金融引き締めや歳出抑制などで11年実質GDP成長率は3.8%に鈍化すると予想。金融政策はインフレ率が今後鈍化することで様子見姿勢に転じるとみている。海外金融市場の不安定な動きを受けて市場の一部に利下げを織り込む動きがある点に留意したい。【インド、ブラジル予測表：11、13ページ】
- ▶ **為替相場**は、新興国景気の支えもあって、米国の緩やかな景気回復は維持されることが予想のベースに。足元、FRBの慎重な金融政策スタンスがドル安要因とみられているが、これも先行き緩やかな景気回復に資するものとみれば、早晚、ドル高要因としてカウントされるきっかけを掴むのではないかと。相場局面としては、引き続き、5年のサイクル・ボトムから次のサイクルに移行していく端境期にあるとみている。2007年からの円高トレンドは世界景気のリcovery期待がトレンド転換の後押しをしよう。

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。

震災からの持ち直しが進む一方、輸出環境を巡るリスクが増大

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、11、12 年度経済見通しの改定 (前回予測は 6 月 10 日) を行った。その結果、実質 GDP 成長率は 11 年度 +1.0% (前回予測: 同 +0.8%)、12 年度 +2.7% (同 +2.7%) となった。前回予測に比べると、11 年度の成長率は上方修正、12 年度の成長率は前回予測から変化がなかった。主な修正の背景は、4-6 月期 GDP が前回予測時点の想定を上回ったこと、東日本大震災からの復旧・復興に向けた予算措置を前回予測時点の国費 10 兆円から 16 兆円に上方修正したこと (既に成立している平成 23 年度第 1 次・第 2 次補正予算を含む) などが上方修正要因となる一方、米国や中国など海外経済の見通しを下方修正したことなどが下方修正要因となっている。

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 = 80.0 円、原油入着価格は 1 バレル = 90 ドル、財政政策は上記の通り、復旧・復興対策費用について国費 16 兆円規模の予算措置を想定、金融政策は、予測期間中、現行の政策措置を維持。

財政政策については、上記のように復旧・復興対策費用の規模についての想定を上方修正する一方、その財源と目される所得税、法人税等の税制措置については、民主党内でマニフェスト見直し、増税に対する反対意見も根強く、月内とされる民主党代表選の結果次第で、方向性に変化が生じる可能性についても否定はできないなど、具体的な内容や実施のタイミングが現時点では明らかではないため、今回の前提には織り込んでいない。

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、景気が下振れる可能性が強まった場合や再び金融市場が急速な変動に見舞われる場合などには、さらなる追加緩和 (資産買入れ基金の増額) の可能性があると考えている。一方、先般、公表された消費者物価指数の基準改定の遡及結果によると、生鮮食品を除く総合指数 (コア CPI) は 0.6%p 程度の下方改定となっている。結果として、「中長期的な物価安定の理解」の中心であるコア CPI 上昇率 1% が展望されてくるためには、相当の時間を要するとみられるため、少なくとも現状の金融緩和が長期化する可能性は高く、日銀の出口政策が具体的に視野に入ってくるのは 13 年度以降の話であると考えている。

震災からの持ち直しが進む日本経済

4-6 月期の実質 GDP は前期比 0.3% (前期比年率は 1.3%、前年同期比は 1.0%) と 3 四半期連続のマイナス成長となった。ただし、既に鉱工業生産など月次の統計で確認されているように、サプライチェーンの復旧や企業・家計のマインド改善などにより、日本経済は震災による急速な悪化から持ち直してきている。当面、特に 7-9 月期については、在庫復元を含めて生産水準を回復させる動きが続くと見込まれるため、速いペースでの持ち直しが期待される状況にある。

もっとも、生産水準は震災前に近い水準まで回復してきており、上記のような動きが一巡した後は、需

要の伸びに見合う形で、持ち直しの動きは徐々に緩やかになっていくとみられる。需要面での鍵を握るのは、官民による復旧・復興需要の顕在化や海外経済の拡大を支えとする輸出の増加と考えられるが、足元では海外経済の減速や円高の進行など、輸出環境を巡るリスクが高まってきている。この点について、当方は、米国経済が緩やかながらも回復に向けた循環を維持するとともに、中国をはじめとする新興国では外需の安定と旺盛な内需を背景に、相対的に高めの成長が続くなどから、世界経済は腰折れすることなく成長を続けると考えており、輸出の増加基調は維持されるとみている。こうした点から、輸出と復旧・復興関連需要が需要面での牽引役を果たす形で、予測期間中、日本経済は回復に向けた動きが継続すると想定している。

輸出環境を巡るリスクに注意

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。

とりわけ、足元ではイタリア、スペインへの債務問題の波及懸念、米財政再建を巡る民主・共和両党の対立の強まり、世界経済の減速懸念などにより、先行きに対する不透明感が強まった結果、金融市場ではリスク回避、質への逃避の動きが強まっており、株価下落による逆資産効果や企業、家計のマインドの悪化により、自己実現的に経済が悪化する可能性も否定はできないため、当局の政策対応も含めて、金融市場が落ち着きを取り戻していくかどうかという点には当面、注視が必要であると考えている。

この他、外部環境に関するリスクとしては、欧州ソブリンリスクや金融不安の再燃、先進国における金融緩和の強化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の高まりと政策対応の行方などに注意が必要と考えている。現時点の評価としては、が下振れリスク、は上振れにも下振れにもなりうるが、短期的には上振れリスクとなる一方、将来的に下振れリスクに転じる可能性に注意が必要と考えている。また、国内における動きに関しては、定期検査後の原子力発電所再稼動を巡る動き、エネルギーコストの増大や供給制約、円高の進行などにより、企業の海外進出の動きが加速する可能性などの動向に注目しておきたい。

日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2010年度				2011年度				2012年度				2010年度 (実)	2011年度 (予)	2012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	0.9	0.6	1.0	1.5	1.4	1.8	1.7	0.4	0.0	0.2	0.0	0.1	0.4	0.6	1.8
実質GDP	0.1	1.0	0.6	0.9	0.3	1.9	0.9	0.7	0.7	0.5	0.3	0.2	2.3	1.0	2.7
(前期比年率)	0.5	3.9	2.5	3.6	1.3	7.8	3.8	2.8	2.6	2.1	1.3	1.0			
*国内需要	0.5	1.2	0.6	0.7	0.4	1.2	0.7	0.6	0.6	0.5	0.3	0.3	1.4	1.4	2.3
*民間需要	0.4	1.2	0.4	0.8	0.2	1.0	0.6	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	1.4	0.8	1.4
民間最終消費支出	0.4	0.9	0.9	0.6	0.1	0.5	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2	0.8	0.2	0.8
民間住宅	0.1	2.1	2.8	0.2	1.9	1.6	2.6	1.8	1.5	1.2	0.8	0.6	0.3	3.1	6.1
民間企業設備	2.4	1.1	0.1	1.4	0.2	2.2	1.9	1.3	1.1	1.0	0.7	0.5	4.2	2.6	4.7
*民間在庫品増加	0.5	0.5	0.0	0.3	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1	0.5	0.5	0.1
*公的需要	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	0.6	0.9
政府最終消費支出	0.9	0.5	0.4	0.9	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	2.2	2.1	1.8
公的固定資本形成	5.3	2.2	5.8	1.0	3.0	5.0	1.5	4.0	5.5	2.5	0.5	1.0	10.0	5.3	11.6
*公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*財貨・サービスの純輸出	0.3	0.2	0.1	0.2	0.8	0.6	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.9	0.4	0.4
財貨・サービスの輸出	6.7	0.7	1.0	0.0	4.9	7.0	3.4	1.8	1.4	1.0	0.7	0.3	17.0	2.0	7.2
財貨・サービスの輸入	4.9	2.6	0.6	1.5	0.1	2.7	1.9	1.2	0.9	0.8	0.7	0.5	11.0	5.0	4.6
GDPデフレーター	2.0	2.1	1.6	1.9	2.2	2.2	1.0	0.7	0.2	0.4	1.4	1.5	1.9	1.6	0.9

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				2010年度 (実)	2011年度 (予)	2012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	21.3	14.0	5.9	2.5	6.8	1.0	4.4	8.4	14.2	7.3	4.5	3.1	8.9	1.8	7.1
(前期比)	0.7	1.0	0.1	2.0	4.0	7.5	3.2	1.8	1.2	0.9	0.5	0.4			
国内企業物価	0.2	0.2	1.0	1.7	2.4	2.6	0.4	0.4	1.4	0.8	1.0	1.1	0.7	1.2	0.0
消費者物価(生鮮食品除く)	1.2	1.0	0.5	0.8	0.2	0.2	0.0	0.1	0.5	0.6	0.5	0.5	0.8	0.0	0.5
完全失業率(%)	5.1	5.0	5.0	4.7	4.6	4.6	4.6	4.5	4.5	4.4	4.3	4.3	5.0	4.6	4.4
名目雇者報酬	1.2	1.2	0.9	0.6	0.1	0.4	0.2	0.1	0.2	0.3	1.0	1.2	1.0	0.1	0.7
新設住宅着工戸数(万戸)	77.6	81.5	84.3	84.2	81.0	82.5	86.0	89.0	88.0	88.0	89.5	90.5	81.9	84.5	88.9
経常収支(兆円)	3.6	4.9	3.6	4.0	1.5	2.3	3.0	4.5	3.5	4.4	3.0	4.8	16.1	11.4	15.7
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	1.25	1.18	1.10	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20			

注:消費者物価の予測は2010年基準、完全失業率は東北3県を除くベース、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

度重なるリスク要因に下押しされる米国景気

米国の11年4-6月期実質GDPは前期比年率+1.3%と、前期(同+0.4%)に続き低い成長率に留まった。個人消費がほぼ横ばいに留まったことが主因であり、ガソリン価格の高騰により、家計の購買力が低下したこと、サプライチェーンの停滞により、自動車の販売在庫が減少したことなどが影響したとみられる。その他、地方財政の悪化から政府支出はマイナス寄与、輸出は底堅い動きながらも、新興諸国を中心とするグローバル景気が減速方向にあることから、傾向としてはやや伸び率を低下させつつある。一方、設備投資は堅調に推移、底堅さを維持する機器・ソフトウェア投資に加え、当期は構築物投資が前期からの反動増となった。また、住宅投資も前期のマイナスから一転して増加の動きに。住宅販売件数は弱含み、住宅部門の回復力は依然として弱いと評価せざるを得ないが、当期は天候の改善などから着工件数が伸びた。

今後の見通しに関しては、まず基本的な流れとしては、ガソリン価格の調整やサプライチェーンの改善が進展することによって、徐々にソフトパッチ状態から抜け出していき動きを想定している。実際、7月の雇用統計は前月比+11.7万人と前月から持ち直しの動きをみせ、また小売売上高についても同月分は堅調な動きをみせている。これは一時的な下押し要因が解消されることによって、景気がソフトパッチ状態から徐々に抜け出しつつあることを示すものであろう。しかし、問題は財政を巡る様々な動き(債務上限引き上げ問題や米国債の格下げなど)を経て、マーケットが大きく混乱したことである。特に、株価が大幅に調整したことによって、株式保有率が高い富裕層を中心に、個人消費が大きな負のインパクトを受けている可能性がある。また、企業もマインドを悪化させることで、一時的に雇用や投資を抑制する可能性がある。以上から、今回の見通しではまず、景気が7-9月期にもソフトパッチ状態を抜け出すという従来のシナリオを変更。8月初旬に発生したマーケットの混乱により、今後、数ヶ月に渡って景気がやや抑制された状態が続くと予想した。

もっとも、7-9月期回りまで景気回復ペースが低調に留まるとはいえ、当方としては、それが構造問題を主たる要因としたものではなく、あくまでも一時的なリスク・イベントが立て続けに発生したことによるものであると考えている。確かに、住宅部門は依然として回復感に欠け、家計部門には多額の債務が残されている。そして、雇用情勢にも今ひとつ勢いが戻ってこない。こうした構造問題を抱えるからこそ、米国経済は様々なリスク・イベントに対して脆弱であるのかもしれない。しかし、仮に構造問題が景気低迷をもたらしているとするれば、それは景気が後退局面を脱してから、一貫して回復を阻害してきたはずである。にも関わらず、GDP統計をみると、実際には10年の成長率は個人消費を中心に堅調な伸びを達成してきたことが分かる。また、雇用統計をみても、ギリシャ・ショックの影響を受けた10年年央や、ガソリン価格の高騰や東日本大震災の影響を受けた直近を除けば、雇用は10万人~25万人のペースで増加してきたことが確認される。この事実から推測されることは、企業は終始一貫として雇用を抑制しているわけではなく、何らかのリスク・イベントが発生した際に、機動的に雇用をコントロールしているということではなかろうか。企業の慎重姿勢は低下傾向にある在庫率の推移からも窺え、必要以上の在庫を保有し

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。

ない経営が続いているとみられる。こうした企業行動の変化は、度々発生するリスク・イベントによって需要の変動が激しくなっているがゆえに、企業が持続的な需要増加期待、ないしは成長期待をもつことができないことを背景にしているのではなからうか。米企業が、以前よりも少ない労働力でリーマンショック前とほぼ同量の生産量を維持していることを踏まえると、労働力が十分に確保されているとは考えづらい。そして、景気後退局面を脱してからみられた労働生産性の改善がほぼ一巡していることを踏まえると、企業はこの先、労働投入量を増やすことなしに生産量を確保することが難しい状況にあると考えられる。これらから、財政問題のもつれなど予想されるリスク・イベントが今後、徐々に消化されるにつれ、企業は再び雇用増加ペースを上げてくる可能性が高く、この場合、景気は需要と雇用の相互連関によって回復ペースを高めていくこととなる。

今回の見通しでは、足元で景気のソフトパッチやマーケットの混乱がみられること、そして企業が予想以上に慎重な姿勢を維持しているという点を踏まえ、前回見通しから成長率を下方修正。但し、リスク・イベントが消化される過程で、景気は徐々に回復ペースを高めていく姿を想定した。11年の実質 GDP 成長率を +1.8% (前回予測: +2.4%)、12年は +2.5% (同: +2.8%) を予想する。

一転して追加緩和を検討する FRB

実体経済の緩やかな回復を受け、6月末をもって QE2 (総額 6,000 億ドルの国債買入オペ) を終了させた FRB であるが、足元は再び追加緩和の是非を検討する状況に追い込まれている。実際、FRB は 8/9 の FOMC 会合で景気判断を大きく下方修正するとともに、金融緩和状態を維持する際の時間的なガイドラインとなる、いわゆる時間軸を強化する政策を打ち出した。すなわち、FRB はこれまで、「当面の間 (for an extended time)」は政策金利を据え置くとしていたが、今回は、「少なくとも 13 年半ばまで (at least through mid-2013)」は政策金利を据え置くこととした。これによりマーケットの利上げ期待は大きく後退し、同時に国債についてもイールドが全般的に押し下げられる動きが進んだ。

マーケットでは、FRB がさらなる追加緩和に踏み込む可能性もあるとみているようである。奇しくも昨年の 8 月、バーナンキ議長はジャクソンホール講演において QE2 を示唆、その後 FRB は実際に QE2 に踏み込んでいった。偶然にも今年と同講演においても、バーナンキ議長が QE3 (追加の資産買入オペ) について何かしらのコメントを出すのではないかと憶測が高まっている。とはいえ、QE3 の実施は FRB にとってハードルが高いのも事実であろう。その最大の障害とされるのがインフレ動向であり、コア物価が上昇し、デフレ懸念がほぼ払拭された状態で、FRB がさらなる流動性供給を行なえるのか不透明感が強い。また、QE3 は前回の QE2 同様に、副作用としてコモディティ価格の上昇を引き起こすというリスクも警戒されている。以上から、FRB が早々に QE3 に踏み込むか否かについては意見が分かれており、QE3 を実施する前に、付利金利の引き下げ、保有資産のポートフォリオの入れ替え など、他のオペを試しつつ、少しずつ緩和措置を強めていくという可能性もある。

このように、様々な選択肢が考えられるわけであるが、当方では、こうした追加緩和措置を実施するか判断基準として、実体経済の見通しや物価動向と共に、金融市場、特に株価の動きも重要であるとみて

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。

いる。おそらくFRBが今、最も警戒していることは、株価の下落など金融市場が混乱することで、景気が自己実現的に悪化していくことであろう。実際、今回の時間軸強化は、まさに混乱するマーケットへの介入的要素が強かったのではないかと。政府・議会が財政問題を解決する能力の欠如を露わにした今、マーケットの混乱を食い止めることができるのは、もはやFRBだけであるといっても過言ではなからう。

上振れ・下振れのリスク要因

リスク要因としては、目先は引き続き財政問題を巡って議会が混乱、マーケットが政治の問題解決能力に対して疑念を抱き始めるケースが指摘されよう。実際、年末に向けては財政に関するイベントが続き、例えば、議会は「債務上限問題」で合意した最低1.2兆ドルの債務削減について、これから具体的な内容を詰めていく必要があり、同時に12年度予算や追加の景気対策についても両党のすり合わせが必要となってくる。この際、大統領選挙を控える両党が協調姿勢を示し、課題をスムーズに乗り越えていけるのか甚だ疑問である。両党が従来からの主張に固執する限り財政政策は硬直的となり、マーケットは再び政治に対する不信感を高めることとなろう。また、コモディティ価格の動向についても引き続き注意が必要であろう。ここ最近ではマーケットがリスク回避的であったことから、コモディティ価格についても大幅な調整をみせている。しかし、後に景気回復期待が高まってくれば、同時にコモディティ価格が期待先行的に上昇していくリスクはなお残されていよう。米国を中心とするグローバル景気が持続的、かつ安定的に成長していくためには、コモディティ価格は実体経済に見合った水準で推移する必要がある。それを超える価格高騰をみせた際、果たしてどのような価格コントロールが可能であるのかについては、引き続きグローバル・レベルでの検討課題であり続けよう。

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	3.9	3.8	2.5	2.3	0.4	1.3	1.7	3.0	2.3	2.6	3.3	3.4	3.0	1.8	2.5
(前年同期比)	2.2	3.3	3.5	3.1	2.2	1.6	1.4	1.6	2.1	2.4	2.8	2.9	3.1	1.6	2.9
個人消費	2.7	2.9	2.6	3.6	2.1	0.1	1.1	3.1	2.5	2.9	3.2	3.4	2.0	2.0	2.5
設備投資	6.0	18.6	11.3	8.7	2.1	6.3	7.3	8.4	8.1	7.1	8.6	9.2	4.4	7.2	7.9
住宅投資	15.3	22.8	27.7	2.5	2.5	3.8	2.9	3.7	4.7	6.3	8.0	9.8	4.3	1.7	5.3
*在庫	3.1	0.8	0.9	1.8	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.1	0.3	0.4	1.6	0.0	0.1
*純輸出	1.0	1.9	0.7	1.4	0.3	0.6	0.0	0.3	0.0	0.1	0.2	0.4	0.5	0.1	0.1
輸出	7.3	10.0	10.0	7.8	7.9	6.0	7.0	7.5	8.5	8.0	8.5	8.5	11.3	7.8	7.9
輸入	12.6	21.6	12.3	2.3	8.3	1.3	5.9	7.7	6.8	7.3	8.3	9.5	12.5	5.8	7.0
政府支出	1.2	3.7	1.0	2.8	5.9	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9	0.7	2.1	1.0
名目GDP 前期比年率	5.5	5.4	3.9	4.2	3.1	3.7	3.9	4.6	4.2	4.8	5.7	5.8	4.2	3.8	4.6
GDPデフレーター 前年比	0.6	1.1	1.4	1.5	1.8	2.1	2.3	2.2	1.9	1.9	2.0	2.2	1.1	2.1	2.0
失業率	9.7	9.6	9.6	9.6	8.9	9.1	9.0	8.9	8.8	8.7	8.5	8.4	-	-	-
雇用者数増減 万人	3.9	18.1	4.6	13.9	16.6	10.5	10.8	12.9	16.0	19.6	22.7	25.2	-	-	-
PCEデフレーター 前年比	2.4	2.0	1.5	1.3	1.8	2.5	2.8	2.7	2.0	1.7	1.8	2.0	1.8	2.4	1.9
同 コア 前年比	1.7	1.5	1.3	1.0	1.1	1.3	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.8	1.4	1.3	1.8
鉱工業生産	8.1	7.1	6.7	3.1	4.8	1.0	6.4	5.9	5.0	3.6	5.2	6.6	5.3	4.4	5.0
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	0.00-0.25	0.00-0.25	-	-	-
長期金利	3.70	3.47	2.77	2.86	3.44	3.19	2.0-3.2	2.6-3.2	2.8-3.4	3.0-3.6	3.2-3.8	3.4-4.0	-	-	-

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レートは期末値を表示(但し、当面の利上げは準備預金への付利金利を用いる見直し)、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

11年4-6月期の実質 GDP 成長率は前年比 +9.5%も、前期比(MSRC 試算)では+8%程度の減速

11年4-6月期の実質 GDP 成長率は、前年比 +9.5%とやや減速も、10年7-9月期(同+9.6%)、10-12月期(同+9.8%)、11年1-3月期(同+9.7%)の推移からみると、+9.5%~+10%の水準レンジで、安定的に比較的高い成長を維持している。需要項目別実質 GDP 成長率の寄与度をみると、1-6月期に、最終消費支出は+4.6%(1-3月期：+5.9%)と鈍化したものの、総資本形成が+5.1%(同：+4.3%)と押し上げ、純輸出が0.1%(同：0.4%)と改善した。

一方、消費者物価指数 CPI が、6月に前年比+6.4%(前月比+0.3%、5月：前月比+0.1%)と加速し、1-6月期に、同+5.4%と政府目標(+4%以内)を上回った。とくに食品価格が前月比+0.9%、対 CPI 上昇寄与率で69%とけん引し、居住類価格も、対 CPI 上昇寄与率が18%と依然高く、2つの品目が同寄与率の大きな比重(88%)を占めている。

4-6月期の実質 GDP 成長率を、前期比年率(季節調整後)でみると、みずほ証券リサーチ&コンサルティング(MSRC)の試算では、4-6月期+8%弱と減速幅および成長率水準が厳しい結果であり、統計局公表の数値と異なり、スタグフレーション(景気減速とインフレの同時進行)の様相を示している。

GDP 予測は11年を+9.4%と若干上方修正も、12年を良好な発展重視で+9.4%に下方修正

11年の実質 GDP 成長率は、7月22日開催の中共中央政治局会議の決定事項を受けて、物価高や不動産過熱に対する防止、良好でかつ比較的高い経済成長および国民生活の改善(積極的な財政政策と効率的な資金配分など)とのバランスを一層配慮し、一方で、外部環境リスク(米国の厳しい財政状況と米債価格付けの引下げおよび景気への影響、欧州財政金融問題の更なるリスクおよび景気への懸念など)が7-8月以降一層高まり、下半期の中国経済は一定程度の影響を受けると想定される。11年の下半期の実質 GDP 成長率(上半期：前年比+9.6%)は、前年比+9%台前半の成長が予想される。

第12次5ヵ年計画(11-15年)では、地域特性ある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(5年間で10兆元)、民間投資『新36条』の推進、大規模保障性住宅の建設(5年間で3,600万戸、その内、当初2年間は2,000万戸と前倒し実施)など4大政策に加えて、水利事業建設の拡充(11年の党中央文件第1号に指定、農業用灌漑や都市部の上下水道の整備 - など10年間で4兆元)など大型プロジェクトが控えており、今後2年程度、年率+2割強程度の固定資産投資が引き続き、経済成長をけん引していくことが予想される。

12年も、中国政府は、引き続き「積極」的財政政策、「穏健」的金融政策を継続することが予想される。とくに、「中国共産党結党90周年における胡錦濤国家主席の講話」の内容などを総合的に勘案すると、従来の5ヵ年計画(第10次まで「計画」)の実質 GDP 成長率パターン(党大会が開催される5ヵ年計画の2年目に成長率がピークアウト)とは異なり、「物価高や不動産過熱に対する防止、良好でかつ安定的で比較的高い経済成長および国民生活の改善」を一層重視した政策が実施され、12年の実質 GDP 成長率は、前年比+9%台の安定成長が想定される。

このように内需の拡大を中心に、外需は貿易収支の拡大均衡が進展し、巡航速度への動きを受けて、MSRC

では、実質 GDP 成長率の 11 年予測を前年比 +9.4% (11 年 5 月予測 : +9.3%) と若干上方修正、12 年予測を良好でかつ安定的で比較的高い経済成長および国民生活の改善を一層重視し、前年比 +9.4% (11 年 5 月予測 : +10.0%) に下方修正した。なお、景気モメンタムは、11 年 10-12 月 ~ 12 年 1-3 月期の 2 四半期に、前期比年率 (MSRC 試算) で +10% 程度に強まっていこう。

CPI 年間上昇率 +5% 台に上方も年末には +4% 程度に、金融引き締めは当面継続も政策微調整の動き

インフレ状況は、消費者物価指数 CPI が、7 月に前年比 +6.5% と加速した。川下分野は、これまでのコスト上昇分の価格転嫁が遅行して顕在化し、依然、インフレ圧力は強い。一方、川上分野では、世界商品市況の落ち着いた動きなどを反映し、安定化の兆しがみられる。CPI 上昇率の MSRC 予想では、7-9 月期に前年比 +6.1% (前回予想 : 同 +5.0%)、10-12 月期に同 +4.4% (前回予想 : 同 +3.9%)、11 年年間では、同 +5.3% (前回予想 : 同 +4.8%) と上方修正した。ただし、年末には、インフレ圧力が徐々に緩和し、前年比 +4% (政府目標) 程度に鈍化する可能性が高いと想定している。

今後の金融政策を展望すると、確かに 7 月開催の党中央政治局会議の決定内容を勘案すると、金融引き締め程度の緩和は、当面期待できないものの、最近の銀行間市場金利は、6 月下旬 ~ 7 月下旬までの高止まりの動きに対し、公開市場操作で資金の純放出の動きがみられ、加えて、欧米債務リスク懸念の急浮上に伴う世界の株式金融情勢の混乱もあり、とくに短期金利の低下とやや微調整の動きもみられる。金融当局は、当面、利上げなど金融引き締め策に様子見姿勢が想定され、予見的に柔軟で的確な対応が求められるよう。

人民元レートが、世界の株式・金融市場の混乱などで急上昇、ただし、元高容認には依然慎重姿勢

人民元為替レートは、8 月 8 日の週に入り、世界の株式・金融市場の混乱および 7 月の貿易黒字拡大を受けて、対ドル上昇率が急激に高まり、1-3 月期の 0.90%、4-6 月期の 1.31% から、7 月 1 日 ~ 8 月 12 日の期間で、早くも 1.16% の上昇率となった。確かに、インフレ防止策の一環としても、元高容認観測が期待されているものの、欧米景気の先行き減速懸念が浮上していることから、一層の元高速度アップというより、今後の海外要因を睨みながら、中国政府は、「自主性、制御可能性、漸進性」の基本原則に基づき、柔軟な対応が図られよう。なお、11 年以降、年率 +6% 程度の元高予想に変更はない。最近、高まっている元高期待容認の観測は、ホットマネーの流入増に繋がり易く、流動性の拡大によるインフレ促進への懸念が高まることから、利上げへの慎重姿勢なども勘案すると、政府にとって経済社会運営を難しくしよう。

[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)
06	12.7	13.7	24.0	27.2	19.9	1,775	1.5	16.6	7.805
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	9.2	15.5	30.1	16.0	11.2	1,961	0.7	11.0	6.827
10	10.3	18.4	23.8	31.3	38.7	1,831	3.3	15.7	6.607
11 MSRC 予想	9.4	16.7	25.3	21.4	24.9	1,732	5.3	14.2	6.250
12 MSRC 予想	9.4	16.5	24.1	19.1	22.0	1,560	4.1	13.9	5.900

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

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。

景気はインフレ抑制のための金融引き締めで 11 年度は 7.6%まで鈍化

11 年 4-6 月期鉱工業生産は前年比 +6.8%と 2 期連続で伸び率が低下した。輸送用機器やテレビなど耐久消費財の鈍化が目立っている。背景には、ローン金利の上昇や値上げ、金融引き締めによる景気減速懸念などで消費マインドが悪化していることなどがあろう。また、銀行貸出の伸び率低下や株式市場の軟調な展開など、金融など一部のサービスセクターについても、モメンタムが鈍化しているとみられる。このため、8 月 31 日発表の 4-6 月期実質 GDP 成長率は前年比 +7%台後半と鈍化傾向が続くと予想している。

今後の景気動向については、まず、中銀による金融引き締めが続き、実質金利は今年の冬場以降、プラスに転じることで個人消費など内需の下押し圧力となるとみる。次に、財政面では 11 年度（11 年 4 月～12 年 3 月）予算で財政再建や景気過熱の抑制などの観点から歳出は前年比 +3.4%と前年（同+18.7%）から伸びが抑制されており、景気の下支え効果が低下しよう。さらに、企業業績は人件費や利払いなどコスト増加や売り上げの鈍化などで足踏みが続くことが予想される。このため、11 年末にかけて景気は減速していくとみている。12 年以降はインフレ率の鈍化に伴い、金融政策が様子見姿勢に転じることや、米国など海外経済の回復に伴う輸出の増加などで成長率は年後半を中心にやや回復しよう。

以上をふまえて、11 年度（11 年 4 月～12 年 3 月期）、12 年度実質 GDP 成長率は各々、前年比 +7.6%（+7.8%）、同 +8.0%（+8.3%）と予想した（カッコ内は前回 5 月時点）。11、12 年度とも金融引き締めの強まりや欧米景気のソフトパッチなどを受けて前回から下方修正している。

新興国のなかでも厳しいインフレ、中銀はタカ派的なスタンスを強める

インド準備銀行（以下、中銀）は、10 年 3 月から 11 年 7 月まで 11 回にわたり、政策金利（レポレート）を累計 325bp 引き上げ、8.0%とした。アジア各国のなかで先行して利上げを行ってきたが、インフレが依然として強いなか、前回 7 月会合でも市場予想を上回る 50bp の利上げを行っており、中銀の金融引き締めスタンスが続いている。

インフレ率（WPI：卸売物価）は 7 月が前年比 +9.2%と 8 ヶ月連続で 9%台となっている。一次産品や燃料電力が 2 ケタの伸びとなっているほか、川下部門の物価上昇圧力も強まっている。中国などと異なり、製造業やインフラなどの供給力の制約が大きいうえに、8～9%の高成長で需要が強い状況が続いていることなども影響しているとみられる。

今後のインフレ率については、短期的には石油製品や電力料金の追加値上げ、政府の農産物買い取り価格の引き上げなどが押し上げ要因となるものの、商品市況の騰勢一服や景気の減速などで、インフレ率は今年の冬場以降、緩やかに鈍化していくとみている。12 年 3 月時点では前年比 +7.3%程度を想定している（前回 5 月時点では同 +6.1%）。

金融政策については、前回 7 月会合において中銀総裁から「インフレ率が鈍化傾向に転じるためには、需要を鈍化させる必要がある」ことが示され、インフレ抑制スタンスを当面、堅持することが強調された。これらから、中銀のタカ派的なスタンスが続いていることや上記のようなインフレ率の見通しなどからみて、年内あと 2 回程度（9 月 16 日、10 月 25 日）の利上げが行われると予想している。11 年末以降はイン

フレ率が鈍化傾向に転じることや景気の減速などで様子見姿勢に転じるとみている。

世界の金融市場の混乱長期化はインドのソブリンリスクに

リスクとしては、まず、欧米の財政問題を契機とした金融市場の混乱が長期化し、海外投資家のリスク回避などで、インドへの投資資金の流入が鈍化する可能性が考えられる。なお、この場合、債券投資の対外依存度は限定的だが、株式投資などを通じて、企業の資金調達に一定の影響が想定される。

次に、財政赤字・GDP比率(国・州合計)が10年度は8%を超え、公的債務残高比率も新興国のなかで最も高い国のひとつであるが、内外景気の減速が長期化した場合には、景気刺激策のために財政赤字が更に拡大することでソブリンの格下げリスクが高まる。もしくは、財政再建の観点から財政面からの景気刺激策が限定的となり、景気の減速感が強まる可能性が考えられる。なお、現状は外貨建て格付けが大手3社(S&P、Moody's、フィッチ)とも投資適格級の最低ランクとなっている。

最後に、イスラム過激派によるテロなどによる治安悪化やパキスタンなど周辺国との関係悪化などにより、海外からの投資資金が減退する可能性などが挙げられる。

インド経済の予測総括表

	06年度	07年度	08年度	09年度	10年度	11年度(予)	12年度(予)
実質GDP成長率(%)	9.6	9.3	6.8	8.0	8.6	7.6	8.0
農林漁業	4.2	5.8	0.1	0.4	6.6	4.4	3.5
産業	12.2	9.7	4.4	8.0	7.9	6.8	7.6
サービス業	10.1	10.3	10.1	10.1	9.4	8.8	9.2
鉱工業生産(%)	14.3	10.3	4.2	8.8	8.3	6.2	7.3
貿易収支(億ドル)	618	915	1195	1184	1305	1506	1801
経常収支(億ドル)	96	157	279	384	443	526	654
財政収支(GDP比:%)	3.3	2.6	6.0	6.7	5.1	5.2	4.5
インフレ率(WPI,%)	6.8	7.7	1.5	10.2	9.0	7.3	6.4
政策金利(レボ:%)	7.75	7.75	5.00	5.00	6.75	8.50	8.50

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

景気は11年は金融引き締めで3%台の緩やかな成長に、12年は4%台に回復

11年4-6月期の景気は、まず、家計部門については、小売売上高（自動車含む）が前期比+3.1%と前期（同+1.1%）から伸びが拡大した。自動車やパソコン、通信機器などが前期から回復したことなどが寄与した。雇用環境が引き続き良好ななかで、金融引き締めの影響が一時的には消費を抑制するものの、家計の消費マインドが底堅いなかで、消費は前期から持ち直したとみられる。

一方、企業部門はマインドの低下傾向が続いており、4-6月期の鉱工業生産は前期比0.7%と3期ぶりにマイナス、特に資本財や耐久消費財などが影響した。製造業などは外資系企業のシェアが高く、海外景気の不透明感や金融引き締めなどによる国内景気の減速を見越して、生産や設備投資に慎重になっていることが窺える。また、レアル高による輸入代替的な動きも影響している可能性がある。

外需については、輸出数量が海外景気のソフトパッチなどで低い伸びとなる一方、輸入数量が個人消費のリバウンドなどで伸びが拡大している。このため、9月2日発表の4-6月期実質GDP成長率は、個人消費は伸びが拡大するとみられるものの、設備投資の鈍化や純輸出のマイナス幅拡大などで、前期比+1%台前半になると予想している（1-3月期実質GDP成長率は前期比+1.3%）。

今後の景気動向については、個人消費は、金融政策が様子見姿勢に転じるものの、ローン金利の高止まりに加えて、雇用所得環境の改善が一服していくなどで緩やかな回復となる、設備投資や輸出は資源関連の需要動向や商品市況に左右される部分も大きく、海外景気の減速懸念などで短期的には鈍化が続き、持ち直しは11年10-12月期以降とみている、財政面では1-6月累計で歳出が前年比+10.7%と前年同期の+31.2%から鈍化、景気の下支え効果は低下している - などから、11年の実質GDP成長率は前年比+3.8%（前回5月時点では同+3.9%）と潜在成長率（4%台前半）をやや下回るとみている。12年は輸出や設備投資の回復などで年後半にかけて成長率は回復し、通年では同+4.3%（同+4.5%）と予想した。

金融政策は様子見姿勢に、海外金融市場の混乱が長期化した場合には利下げの可能性も

ブラジル中銀は10年4月から11年7月まで累計375bpの利上げを行い、政策金利を12.5%としたが、8月31日の会合以降一旦、様子見姿勢になるとみている。背景には、インフレ率（IPCA：拡大消費者物価）は7月が前年比+6.8%と11ヵ月連続で伸びが拡大したものの、前月比では2ヵ月連続で低い伸びに留まっており、今秋以降は食料品や燃料などを中心に前年比でも伸びがやや鈍化する（11年末時点で前年比+6.3%予想。前回5月時点では同+5.8%）、景気は、上記のように個人消費など内需を中心に当面、緩やかな成長に留まる、利上げによる内外金利差の拡大は海外からの資金流入の増加により、レアル高による製造業の競争力の低下やレバレッジの拡大などの副作用が大きい - などが挙げられる。

ただ、ここにきて、欧米の債務問題や米国の格下げなどで世界の株式市場が下落し、米国債利回りが低下するなかで、ブラジルの短期金融市場も利下げを一部に織り込む動きとなっている。金融市場の混乱が長期化し、欧米景気の後退懸念などが高まるような場合には、通貨当局も利下げなどを行う可能性がある。

現時点では、海外金融市場の混乱も徐々に和らいでいくと想定しており、インフレ圧力も急速には低下

しないことから、政策金利は11年末時点で12.5%程度を想定している。12年は内外景気の回復や最低賃金の引き上げ（前年比+14%程度の可能性も）による賃金の上昇圧力などが残ることから、政策金利は12.5%で据え置きが続くと予想した。

外部環境次第では12年は一時的にスタグフレーション的な状況も

リスクとしては、欧米の債務問題を契機とした世界の証券・金融市場の不安定な動きが長期化し、欧米景気の後退懸念なども高まるなかで、投資家のリスク回避による資金の急速な流出が生じることが挙げられる。この場合のブラジル・レアルや景気への影響をみるうえでは、まず、ブラジルの財政状況については健全性を測るプライマリー黒字が続いており、財政赤字・GDP比率も2～3%台で抑制されている。

ただ、次に、この間の海外からの資金流入ピッチが速かったことや欧米との金融・貿易面での繋がりも低くないだけに、景気減速感の強まりやそれによる中銀の大幅な利下げなどが生じれば、ブラジル・レアルの下落圧力が強まる可能性もある。そうした場合には、商品市況の下落や景気減速による需要の鈍化などでインフレ圧力は緩和するとみられるが、ブラジルの場合、最低賃金などを通じて物価と賃金の連動性が強く、前回の金融危機時に比べて足元のインフレ圧力も強いことを考慮すると、12年は一時的にスタグフレーション的な状況に陥るリスクがあるとみている。

ブラジル経済の予測総括表

	06年	07年	08年	09年	10年	11年(予)	12年(予)
実質GDP成長率(%)	4.0	6.1	5.2	0.6	7.5	3.8	4.3
個人消費	5.2	6.1	5.7	4.2	7.0	4.9	4.0
政府消費	2.6	5.1	3.2	3.9	3.3	2.4	3.3
総固定資本形成	9.8	13.9	13.6	10.3	21.9	6.9	9.8
輸出	5.0	6.2	0.5	10.2	11.5	5.7	9.8
輸入	18.4	19.9	15.4	11.5	36.2	13.1	17.3
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	2.3	5.7
インフレ率(%)	3.1	4.5	5.9	4.3	5.9	6.3	5.5
政策金利(%)	13.25	11.25	13.75	8.75	10.75	12.50	12.50

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

世界景気の回復が円高トレンド転換の鍵に

2011年に入ってからドル円相場は、3月11日の東日本大震災を契機に一時的にリスク回避による円高・ドル安への動きが強まった(3月17日に76.25円/ドルの史上最高値を更新)ものの、日米欧の協調為替介入(円売り介入)からドル円相場は再び80円台に戻す動きをみせたものだった。協調介入は市場の想定外であっただけに、その後、4ヵ月程度の期間、80~85円レンジをコアとする往来相場が続いたと考えられる。

もっとも、7月半ばからの相場展開には、米国景気の低迷長引きと米債務問題解決に向けた政治的妥結が暗礁に乗るとの懸念がドル円相場の80円割れを促し、75~80円レンジにシフトさせる原動力となったといえる。とりわけ、米格付け会社S&Pによる米国債の格下げを契機に米国株が大幅に下落、FOMC声明で2013年半ばまで現状の低金利が維持される可能性が示唆されたことで米短期金利(2年国債利回り)が急低下したことがドル売り・円買いに拍車を掛けることとなった。

これらはパニッキーな市場の受け止めとの印象が拭えないが、一方で、FRBが米国景気の陰りが一時的以上のものがあると見たことから、市場は一段と先行きの景気に慎重にならざるを得なくなった。ドル円相場が急落する中で、8月4日に本邦当局は為替介入(円売り介入)を実施したが、ECBトリシェ総裁から日本の介入に対する不快感を示唆するコメントが出されたことで、介入効果は3月時点と比較して格段に弱まり、足元はなお円高リスクを抱えた構図となっている。

こうした状況下での今後の見通しは、長いスパンでは日米景気のズレがドル高・円安方向に向かうシナリオを引き続きメインにおくものの、タイミングは後ずれする可能性に留意している。

基本観としては、日本は供給サイドの問題解消や今後の復興需要が期待されるものの、福島原発の放射能漏れ問題の長引きやこれまでの円高から、先行きの産業の空洞化が懸念されていることに注視している。政府の産業空洞化回避に向けた円高阻止の政策的な位置付けは高くなったとみている。これは、今後も断固とした円高阻止の介入がなされる可能性を示唆しよう。同時に、日銀の後押しが期待される。

一方、米国は株価下落がもたらす今後の消費に与える影響が心配されているものの、雇用の増加基調は続いており、金融危機が発生するリスクは抑制されていることに注目している。新興国景気の支えもあって、米国の緩やかな景気回復は維持されるとみている。足元、FRBの慎重な金融政策スタンスがドル安要因とみられているが、これも先行き緩やかな景気回復に資するものとみれば、早晚、ドル高要因としてカウントされるきっかけを掴むのではないかとみている。

相場局面としては、引き続き、5年のサイクル・ボトムから次のサイクルに移行していく端境期にあるとみている。2007年からの円高トレンドは世界景気の回復期待がトレンド転換の後押しをしよう。来年にかけてドル円相場の90円台乗せは十分視野に入る流れであるとみている。

【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/>

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。