

需給ギャップとインフレ圧力

小林 卓典

世界

インフレ圧力を測る際の代表的な指標の一つである需給ギャップは、実際の GDP と供給力を表す潜在 GDP との乖離を表したものである。しかし、潜在 GDP は推計方法によって変わり得るため、真の需給ギャップの測定は難しい。内閣府は 1-3 月期の日本の需給ギャップをマイナス 0.2% と推計しているが、日銀はすでにプラスになったと推計している。今年 10 月に QE3 による資産買い入れを終了するとされる FRB の次の政策の焦点は、いつ利上げに転じるかだが、労働市場にどの程度の余剰が残されているかを巡る議論が活発になっている。ここでもポイントになるのが潜在 GDP をどう見るかである。米国の潜在 GDP が金融危機前のトレンドを維持しているという見方に対して、金融危機によりトレンドが下方に押し下げられたという見方がある。後者であれば需給ギャップは小さく、米国の労働市場に残された余剰は少ないことになる。金融政策の変更のタイミングに影響を与えるだけに、需給ギャップから推計されるインフレ圧力は、日米ともに重要な論点の一つである。

日本

景気は 2014 年 4-6 月期には消費税増税の影響で一時的に低迷したものの、7-9 月期以降順調な回復軌道を迎える見通しである。①消費税増税による悪影響が限定的とみられること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどが、日本経済の好材料となろう。リスク要因としては、①新興国市場の動揺、②中国の「シャドーバンキング」問題、③「欧州ソブリン危機」の再燃、④地政学的リスクを背景とする原油価格の高騰、の 4 点に留意が必要となろう。特に当社は、上記①が、②・③と密接な関連を有している点を強調したい。世界の景気サイクルは、「先進国＝好調、新興国＝不調」という形で、両者の間で「デカップリング」が生じている。その原因は、①欧州危機に伴い、欧州系金融機関の新興国に対する融資が細っていること、②中国経済の低迷、③米国が拙速な出口戦略を講ずることへの警戒感を背景とする新興国からの資金引き揚げ懸念の 3 点だと考えている。

米国

イエレン議長の議会証言において、QE3 に伴う資産買い入れ規模の縮小は、10 月の FOMC で完了し、QE3 を終了させる方向性が示された。11 月の中間選挙と同時期であり、2015 年の財政関連リスクの見通しがたつにつれ、利上げ開始時期の議論も深化するだろう。悪天候からの反動とみられる経済指標は少なくとも、労働市場や個人消費などは緩やかな回復を続けている。住宅市場などで供給面にいくつかの課題があることから、反動増一服後は緩やかな回復ペースに留まるだろう。経済の回復ペースが鈍いまま財政関連のリスクが残るのであれば、FOMC 参加者であっても利上げ開始時期は見通し難く、先送りされる可能性もある。緩和的な金融政策の継続を背景とした過剰なリスクテイク行動をイエレン議長らは警戒せざるを得ない。悪天候に

さらされた 1-3 月期の実質 GDP 成長率はさらに下方修正された。暦年の発射台が低くなったことから、2014 暦年の成長率見通しを下方修正した。

欧州

ドイツの 5 月の生産、輸出、小売売上高がそろって前月比マイナスとなった。ドイツの景気回復が息切れした場合、現在のフランスやイタリアにドイツの代わりを務める力はなく、ユーロ圏全体でも景気失速を懸念せざるを得ない。ただ米国と中国という 2 大輸出相手国で景況感の改善がみられ、また、ドイツの消費者マインドも 6 月に好転し、7 月に一段と改善することが示唆されている。ドイツ景気の足元の不調は一時的なもので、ユーロ圏は ECB が繰り返し言及しているように景気下振れのリスクを抱えつつも、緩やかな回復を継続すると予想される。ユーロ圏ではデフレ回避を目的とした大規模な国債買取やユーロ安の実現を意図した為替介入などの要請が ECB に対して一段と高まっているが、ECB においてこれらの意見が多数派となる可能性は低い。ECB は 6 月に発表した TLTRO（企業向け貸出増を意図した長期オペ）の実施や ABS 市場の整備を進めつつ、景気と物価動向を注視することになる。

中国

2014 年 4-6 月の中国の実質 GDP 成長率は前年同期比 7.5%と、1-3 月の同 7.4%を僅かながら上回った。1~6 月の同 7.4%成長に対する需要項目別寄与度は、最終消費支出 4.0%ポイント、総資本形成 3.6%ポイント、純輸出マイナス 0.2%ポイントであった。主要統計の一部は 6 月になって改善傾向が目立つようになっている。これは、①インフラ投資、民生改善、三農（農業・農村・農民）対策の強化など、分野を絞った景気下支え策の発表、②三農向けと小規模企業向け融資の割合が高い金融機関に限定した預金準備率の引き下げ、③財政予算執行の迅速化、といった景気下支え策の効果発現とみる向きが多い。確かに、鉄道投資は 1~5 月の前年同期比 8.3%増から 1~6 月には同 14.2%増に加速するなど、その効果は否定しない。しかし、最大の功労者は、全面的な「金融によるテコ入れ」の実施であろう。社会資金調達金額の単月データを見ると全体の過半を占める人民元貸出増加額は 5 月以降急増している。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)						(前年比%)				
	2013年 1-3	4-6	7-9	10-12	2014年 1-3	4-6 (予)	2011年 (日本は年度)	2012年	2013年	2014年 (予)	2015年 (予)
日本	5.3	2.9	1.3	0.3	6.7	-4.2	0.3	0.7	2.3	1.1	1.5
米国	1.1	2.5	4.1	2.6	-2.9	3.3	1.8	2.8	1.9	1.5	3.0
ユーロ圏	-0.8	1.3	0.4	1.2	0.8	1.1	1.6	-0.7	-0.4	1.0	1.4
英国	2.1	2.7	3.4	2.6	3.3	2.6	1.1	0.6	1.7	2.9	2.3
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	9.3	7.7	7.7	7.5	7.2
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.7	1.0	2.5	2.2	3.0
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	4.8	4.7	6.0	6.2
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.3	3.4	1.3	0.0	1.0

(出所)各種統計より大和総研作成