

## 量的金融緩和への依存は続く

---

小林 卓典

### 世界

米国の内需はリーマン・ショック直前のピーク水準を約6%上回っているが、消費税増税の影響が色濃く表れた日本の内需は約1%上回るに過ぎない。それでもショック直前の水準を約5%下回るユーロ圏よりもまだ良いとも言える。世界経済はまだら模様の状態にあり、各国ごとの景況感の差は大きい。量的緩和をいち早く大胆に展開し景気を回復軌道に乗せた米国、結果論だが量的緩和による景気回復の途上で消費税増税のタイミングが早すぎた感のある日本、緊縮財政を維持しながら量的緩和の実施を躊躇し停滞から脱することができずにいるユーロ圏という構図である。IMFは10月の世界経済見通しで金融緩和によって経済成長を支える必要性を主張したが、国際金融安定性報告書では金融緩和の長期化が過剰なリスクテイクを招き、市場を不安定化させるリスクを指摘した。一見すると整合性を欠く2つの主張だが、その背景には財政再建を重視するほど金融緩和に依存せざるを得ない各国に共通する事情がある。

### 日本

2014年11月18日、安倍総理は消費税増税を先送りし、衆院解散・総選挙に踏み切る方針を表明した。当社は、今回の増税先送りの決定や、2014年7-9月期GDP一次速報の発表などを受けて、経済見通しを改訂した（→詳細は、熊谷亮丸他「第183回 日本経済予測」を参照）。改訂後の実質GDP予想は、2014年度が前年度比▲0.5%（前回：同+0.7%）、2015年度が同+1.8%（同：同+1.5%）である。

今回のレポートでは、「アベノミクスの光と影」を多面的に検証した。アベノミクスが、わが国のマクロ経済にプラスの影響を及ぼしてきたことは間違いない。しかしながら、当社は、アベノミクスの基本的な方向性は正しいものの、依然として、いくつかの大きな課題が残されていると考える。中長期的課題としては、財政規律の維持と「第三の矢（成長戦略）」の強化、短期的課題としては、低所得者向け給付金や「地方創生」などへの取り組みがカギとなる。

### 米国

一部の業種で労働需給が引き締まって賃金が上昇するなど、雇用の質的な改善の兆候もある。個人消費や住宅市場は底堅いが、海外経済の減速懸念で企業活動の回復ペースは鈍化する可能性があり、米国経済が加速するまでには至っていない。10月のFOMC（連邦公開市場委員会）では、QE3に伴う資産買い入れ終了が決定された。声明文と同会合の議事録からは、利上げ開始時期は示唆されず、参加者間の議論が分かれていることが示された。

中間選挙で共和党が勝利したが、上院で安定多数には届かず、今後はいくつかの政策課題が待ち受けている。議会共和党とオバマ大統領および議会民主党が対立姿勢を強めるのか、譲歩して歩み寄るのかが注目されることになる。政治情勢の変化を受けた財政問題が米国経済にどう影響するかが焦点となる。7-9月期のGDP成長率が高成長となり、2014暦年の成長率見通しを2.2%へ引き上げた。不透明要因は、利上げ開始時期のほか、中間選挙の結果を踏まえた今後の政治情勢や海外経済の動向である。

## 欧州

ユーロ圏の7-9月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.2%と予想よりはやや強く、これで6四半期連続のプラス成長となった。内訳は未発表だが、消費と外需が牽引役となった一方、投資が落ち込んだと推測される。財政懸念を乗り越えた国々や、東欧の小国には景気堅調な国があるが、ドイツ、フランス、イタリアの3大国の景気停滞が懸念される。ユーロ圏において、金融緩和だけでなく、財政的な手段も用いて景気回復を促進させようとの動きが以前よりは活発になってきたと見受けられる。ただし、個々の対策は小粒であったり、実行までに時間がかかったりと、ユーロ圏景気を目覚めしく回復させる力はない。ユーロ圏経済の停滞感は長引くだろう。

英国の7-9月期のGDP成長率（速報値）は前期比+0.7%となり、4-6月期の同+0.9%からは減速したものの堅調な成長を続けている。10-12月期以降も雇用改善を背景に個人消費が牽引役となった景気回復が続くだろう。賃金上昇率に反転の兆しが出てきたことは、今後大いに注目されるが、それでもBOEが利上げを検討できるのは2015年半ば以降と予想される。

## 中国

固定資産投資は一段と減速している。ただし、2014年に入り住宅販売が不振となるなか、不動産開発投資が大きく減速するのは自然である。鉄鋼やセメントなど重化学工業を中心に設備過剰感が高まっており、こうした分野の投資を厳選すること（さらには汚染物質排出量の多い老朽化設備の淘汰を行うこと）は好ましい。固定資産投資の減速は政策効果発現の面があり、投資全体を浮揚させる本格的な景気「刺激策」が実施される可能性は極めて低い。今後も想定されるのは、農業、インフラ、産業構造の高度化を促す戦略的新興産業など分野を絞った景気「下支え策」なものである。

景気が大きく下振れするリスクが高まるとすれば、住宅不動産販売の低迷が続き、価格下落が大幅かつ長期化する場合である。中国人民銀行と中国銀行業監督管理委員会が2014年9月末に住宅市場のテコ入れ策を発表したのは、中央政府が住宅市場をサポートする姿勢を明確にすることで、急速な悪化を食い止め、景気が大きく下振れするリスクが高まるのを回避するのが目的である。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)				(前年比%)				
	2013年 1-3	4-6	7-9	10-12	2014年 1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	2011年 (日本は年度)	2012年	2013年	2014年 (予)	2015年 (予)
日本	5.6	3.2	2.4	-1.6	6.7	-7.3	-1.6	3.6	0.3	0.7	2.2	-0.5	1.8
米国	2.7	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	3.5	3.0	1.6	2.3	2.2	2.3	2.9
ユーロ圏	-1.3	1.3	0.6	1.0	1.2	0.3	0.6	0.4	1.6	-0.7	-0.5	0.8	0.9
英国	2.1	2.7	3.5	2.5	3.0	3.7	2.7	2.4	1.6	0.7	1.7	3.0	2.4
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	9.3	7.7	7.7	7.3	7.0
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.7	1.0	2.5	0.8	2.1
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	4.8	4.7	6.5	6.7
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.3	3.4	1.3	0.4	0.4

(出所)各種統計より大和総研作成