

金融緩和の強化を促す逆オイルショック

小林 卓典

世界

逆オイルショックを生んだ原油の供給過剰は、米国のシェールオイル増産、リビア、イラクの生産回復、OPECの減産回避など供給側の要因が大きいですが、需要側にもユーロ圏の停滞、中国経済の減速などといった要因がある。原油価格の下落がシェールオイルの投資計画を減少させ、最終的に産出量の調整に至る可能性が高いと思われるが、同時に採掘コストも低下しており先行きは不透明である。他方、デフレの危機に直面するユーロ圏では鉱物性燃料の輸入額が2012年の前半をピークに減少し続けている。中国の原油需要は伸びているが、経済成長の鈍化とともにその勢いはペースダウンしている。比較的最近まで中国の旺盛なエネルギー需要が原油価格を趨勢的に押し上げる要因の一つとみなされていたが、情勢は変わった。2014年の中国の経済成長率は24年ぶりの低い水準であった。原油価格の下落は実質的な減税と同じであり、世界経済に与えるメリットは大きい。だが、それが各国で景気回復を促すカンフル剤として顕在化するまで原油相場を巡る混沌とした状況は続く。

日本

日本経済は、2014年1月をピークに景気後退局面入りしたとみられるものの、今回の景気後退は極めて短期間で終了した可能性が高い。2015年以降も、日本経済は、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が緩やかに持ち直すことなどから、緩やかな回復軌道をたどる見通しである（→詳細は「第183回 日本経済予測（改訂版）」）。

当社は、メインシナリオとして、日銀が掲げる「物価上昇率2%」目標の期限内の達成は困難だと予想している。今回のレポートでは、日本経済が抱えるリスク要因について検証した。日本経済のリスク要因としては、①消費税増税の先送りを受けた「トリプル安（債券安・円安・株安）」、②中国の「シャドーバンキング」問題、③米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、④地政学的リスクを背景とする世界的な株安、の4点に留意が必要である。

米国

新たな連邦議会が始まった。オバマ大統領による一般教書演説と予算教書発表を経て、財政論議が本格化することになる。金融政策については12月のFOMCで声明文を変更し、2会合程度先のFOMCまでは政策変更「忍耐強くなれる」とした。1月のFOMCでは政策変更の可能性は極めて低い。雇用環境は緩やかな改善が続いているが、賃金は伸び悩んでおり、底堅い個人消費を上振れさせるような改善には至っていない。賃金の上昇圧力は一部に偏っていることで、内生的なインフレ圧力は抑制され、住宅販売が伸び悩んでいると考えられよう。原油価格の急落によって、経済の実態を把握しにくくなっている。インフレ率が大きく下振れするほか、エネルギー利用者と供給者側で影響はまちまちであるためだ。原油価格が落ち着きを見せるまでは、プラス、マイナスの両面がそれぞれ時間を置いて発現し、公表される経済指標も振れやすくなると考えられよう。

欧州

1月22日のECB金融政策理事会ではついに国債購入プログラムの採用が決定されるだろう。直接の原因は原油価格急落だが、ユーロ圏の12月の消費者物価上昇率は前年比-0.2%に落ち込み、消費者と企業の物価見通しは低下傾向にある。これに歯止めをかけ、また、ユーロ圏内の企業向け融資を活性化させて投資拡大につなげることが追加緩和策の目的である。もっとも1月25日にギリシャの総選挙を控える中で、国債購入プログラムの詳細な実施方法の決定は次回の3月5日のECB理事会に先送りされる可能性がある。

ECBの量的緩和策が物価見通しの改善や企業向け融資の活性化に効果を発揮できるか疑問視する見方は少なくない。一方、ECBの金融緩和への期待からドイツの主要株価指数であるDax指数は1月に最高値を更新した。また、金融緩和でユーロ安となったことが、原油価格下落と相まって、景気見通しの改善をもたらしている。ドイツのZEW指数は11月以降、3か月連続で改善し、ドイツ経済が2015年は立ち直りをみせることが期待されている。ユーロ圏の2015年の経済成長率は、2014年の+0.8%（推計値）から+0.9%と低成長が継続する見込みだが、年後半に徐々に加速する展開となろう。

中国

2014年の中国の実質GDP成長率は前年比7.4%と、2012年、2013年の同7.7%から減速した。一般には低成長への懸念が強調されるが、中国の産業構造はサービス化が進展しつつあることなどから、成長率が徐々に低下していくのは自然である。2015年の固定資産投資は、緩やかに減速しよう。設備過剰感が大きい重化学工業分野の投資抑制には、政策効果発現の面がある。今後も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。

社会資金調達金額は、2014年7月以降続いた前年割れから12月には同34.9%増と大幅なプラスに転じた。それでは、中国人民銀行の思惑通りに、中小・零細企業の資金調達難は緩和しているのだろうか？少なくとも現段階の答えは、否である。企業別製造業PMIの推移をみると、12月の小型企業の製造業PMIは拡大と縮小の分岐点である50を大きく下回り、統計の取れる2012年2月以降では2番目に低い水準に落ち込んでいる。

経済政策運営上、中国政府が最も重視する安定した雇用の維持には、中小・零細企業対策が不可欠であり、再利下げなどを含む景気下支え策が続くとみている。総じてみれば、緩やかな景気減速が続く可能性が高く、大和総研では、2015年の実質GDP成長率を7.0%（2016年は6.8%）程度と予想している。

主要国実質GDP見通し<要約表>

	(前期比年率%)								(前年比%)				
	2013年		2014年		2013年		2014年		2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12 (予)	(日本は年度)			(予)	(予)
日本	6.0	3.0	1.6	-1.5	5.8	-6.7	-1.9	3.8	0.4	1.0	2.1	-0.5	1.8
米国	2.7	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	5.0	3.0	1.6	2.3	2.2	2.4	3.2
ユーロ圏	-1.5	1.3	0.7	1.0	1.3	0.3	0.6	0.4	1.6	-0.7	-0.5	0.8	0.9
英国	2.4	2.6	2.9	1.6	2.5	3.3	3.0	3.0	1.6	0.7	1.7	2.6	2.3
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	9.3	7.7	7.7	7.4*	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	0.5	1.8
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	5.9	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	-3.0

(注)2014年(前年比%)の「*」は実績値。

(出所)各種統計より大和総研作成