

## 回復に向かう欧州が引きずるギリシャ問題

経済調査部長 小林 卓典

### 世界

ユーロ圏に関する朗報の一つは、スペインや、ポルトガルなど財政問題で揺れていた南欧諸国の一部で、過去数四半期にわたり実質成長率がプラス成長を続けていることである。またユーロ圏全体としても、来年にかけて成長率が上向くことが予想される。ただ、それでもリーマン・ショック前の GDP 水準のピークと比べ、14 年第 4 四半期時点で、スペインは 5.9%、ポルトガルは 6.8%、イタリアは 9.6%、さらにギリシャでは 26.4% も低い水準にあり、デフレ圧力は根強い。このギリシャの GDP の減少幅は、1930 年代の大恐慌時代の米国のそれに近く、ニューディールによる財政政策で回復した当時の米国と異なり、緊縮政策を続けざるを得ないギリシャ経済の混迷は深い。注目点は、6 月末までに再交渉されるギリシャへの財政支援を巡り、EU とギリシャ政府が妥協点を見いだせるかどうかにある。結果次第ではギリシャのユーロ圏離脱という不確実性が高まる可能性がある。

### 日本

2014 年 10-12 月期 GDP 二次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質 GDP 予想は 2014 年度が前年度比▲1.0% (前回:同▲0.9%)、2015 年度が同+1.9% (同:同+1.9%)、2016 年度が同+1.8% (同:同+1.8%) である。今後の日本経済は、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。今回レポートでは「設備投資の国内回帰は起きるのか？」という論点について検証した。近年の円安進行を背景に、製造業の一部において、国内回帰の動きが大きく報道されている。海外設備投資比率を回帰式によって推計すると、2014 年度以降低下に転じると予想される。また、企業に対するアンケート調査の結果を見ても、製造業は 2014 年度に海外設備投資を減少させる計画となっている。今後はアベノミクスの効果が徐々に顕在化する中で、過去の円高進行により行き過ぎた海外設備投資の国内回帰が進むとみられる。

### 米国

3 月の FOMC (連邦公開市場委員会) で実質上のゼロ金利政策の維持に「忍耐強くなれる」とする文言は削除された。FOMC 参加者の政策金利の見通しが下方修正されたことで、想定される利上げ開始時期は先送りされ、利上げは経済情勢次第ということになった。経済情勢は、一部の地域における悪天候を背景に、企業活動や個人消費などに軟調な結果が出ている。雇用者数の増勢が回復し、不足が深刻化しつつある熟練労働者を中心に賃金が上昇していることから、経済の回復トレンドは続くだろう。2 月末までしか手当てされていなかった国土安全保障省関連の予算は、9 月までの暫定予算成立に紆余曲折を経た。再び上限額に達した連邦政府の債務上限額の引き上げや、10 月から始まる新年度の予算作成がスムーズに進むとは限らないだろう。経済情勢次第となった利上げ時期は、内需が個人消費を中心に総じて底堅さを保つ一方で、不透明な海外経済の減速やドル高に伴う外需の減速や、議会動向などが左右することになるだろう。

## 欧州

ユーロ圏の2014年10-12月期のGDP成長率は前期比+0.3%に加速した。内需と外需が揃って改善しており、唯一、在庫変動が成長率の押し下げ要因となった。原油安、金利低下、ユーロ安が、景気回復の追い風になったと考えられる。消費者と企業の景況感は2015年に入っても改善傾向にあり、ユーロ圏は緩やかな景気回復を続けると見込まれる。2015年の成長率予想を+1.1%から+1.3%に上方修正した。

金利低下とユーロ安はECBの一連の金融緩和策によってもたらされている。そのECBは1月22日にPSPP（国債等公的部門の債券買取を通じた量的緩和策）の導入を決め、3月9日に資産買取を開始した。今後はこのECBの資産買取が順調に進むみ、金利低下、ポートフォリオ・リバランスなど期待された変化をもたらすか、景気回復を後押しして最終目標である「中期的に安定的な物価上昇」の実現に貢献できるかが注目点となる。ECBスタッフによる景気見通しでは、2015年の消費者物価上昇率が0%に下方修正された一方、2016年は+1.5%、2017年は+1.8%とかなり強気な予想になっている。その前提として2015~17年のGDP成長率が+1.5%、+1.9%、+2.1%と加速する予想となっているが、この実現には金融政策だけでは力不足と考える。

## 中国

国家発展改革委員会によると、2015年の固定資産投資目標は前年比15.0%増と、2014年実績である同15.7%増を下回る想定である。一方、小売売上は2014年実績の同12.0%増⇒2015年目標は同13.0%増へと伸びの加速が計画されている。中国政府は投資に過度に依存した発展パターンからの決別と、消費主導の持続的安定成長に移行する政策意図をより鮮明にしようとしている。ただし、2015年1月~2月の固定資産投資は前年同期比13.9%増、小売売上は同10.7%増であり、このままでは2014年に続き、2015年も目標を達成するのは難しい。

全人代閉幕後の記者会見で李克強首相は、『景気が減速し、雇用や収入に悪影響を与えるなど、合理的範囲の下限に近付けば、政策を安定させ、中国経済に対する市場の長期的予想を安定させると同時に、分野を限定した下支えの度合いを強めることで、市場のコンフィデンスを安定させる。我々（中国政府）はここ数年、短期的な強力な刺激策を採用しておらず、政策運用の余地は比較的大きく、「工具箱」の中の道具は比較的多い』などと述べた。中国政府が経済運営上、最も重視する雇用の悪化を招きかねない景気下振れを回避するには、さらに強力な政策手段の用意があるということなのだろう。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)							(前年比%)					
	2013年			2014年				2015年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3 (予)	2012年 2013年 2014年 2015年 2016年 (日本は年度) (予) (予)				
日本	3.3	1.4	-1.2	5.1	-6.4	-2.6	1.5	2.9	1.0	2.1	-1.0*	1.9	1.8
米国	1.8	4.5	3.5	-2.1	4.6	5.0	2.2	2.2	2.3	2.2	2.4	3.0	2.7
ユーロ圏	1.4	0.7	1.1	1.1	0.3	0.7	1.3	1.5	-0.8	-0.5	0.9	1.3	1.4
英国	2.6	2.9	1.6	2.7	3.0	2.6	2.2	2.0	0.7	1.7	2.6	2.3	2.1
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	7.7	7.4	7.0	6.8
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.0	2.5	0.1*	-0.2	1.3
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.4	6.4	7.2	7.4	7.1
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	1.3	0.6	-3.8	-0.5

(注)2014年(前年比%)の「\*」は予測値。

(出所)各種統計より大和総研作成