

景気底割れ回避に腐心する中国

大和総研
経済調査部長 小林 卓典

世界

米国の低調な 1-3 月期の GDP 統計の結果を受け、当社では 2015 年の米国の実質 GDP 成長率の見通しを 2.8% から 2.3% に下方修正した。ただし米国の停滞は一時的なものと予想され、6 月の利上げの可能性は低いにせよ、「年内のある時期に利上げ開始が適当」というイエレン FRB 議長の発言からも、FRB が金利正常化に着手するタイミングは徐々に近づいている。一方、1-3 月期に 6 年ぶりの低成長となった中国では、その後も小売売上、固定資産投資が減速し続けており、景気刺激策を一段と強化しなければ、景気の下振れを回避することが難しい情勢となっている。グローバル経済からの逆風は、当初はユーロ危機から生じていたが、現在は中国を始めとする新興国の成長鈍化に移っているとしたイエレン議長の発言に、世界経済が直面する現状が的確に表現されている。ユーロ圏の回復の持続性については、まだ慎重に見るべきだが、米中とは逆に 1-3 月期の成長率は前期から加速した。これらは日本の貿易統計にも素直に反映されており、欧州向けの輸出数量が回復傾向にあるのに対して、中国向けは停滞している。

日本

為替市場で円安が加速している。5 月 26 日の外国為替市場において、円相場は対ドルで 7 年 10 ヶ月ぶりの安値をつけた。本稿では、最初にマクロモデルを用いて、「円安はわが国のマクロ経済にとってプラスであるが、格差拡大をもたらす」ことを指摘したい。

2015 年 1-3 月期 GDP 一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 2015 年度が前年度比 +1.7% (前回 : 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徐々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。今回の経済見通し改訂に際しては、①日米欧 3 極の中央銀行の非伝統的金融政策の効果、②「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？、③企業の利益分配から見た賃金・設備投資の先行き、という 3 つの論点を検証した (詳細は「第 185 回 日本経済予測」参照)。本稿では、「②『FED vs. ECB』の軍配はどちらに？」について解説したい。

米国

4 月の FOMC では、想定通り事実上のゼロ金利政策が維持された。声明文と同会合の議事録からは、FOMC 参加者は 1-3 月期の経済の軟調さを認め、先行きの不透明感が増したことを懸念している。FOMC 議事録では、やや長期的なドル高や原油安の影響について、輸出が抑制されることや、エネルギー関連産業での投資の減少が想定よりも大きく、長引くことに懸念が示されていた。ドル高や原油価格が反転した可能性を見極める時間も必要となろう。1-3 月期の経済成長率は低位になったが、雇用や消費で回復し始め、住宅市場は振れを伴いつつもすでに回復過程にあるとみられる。企業部門は、特に製造業の多くで軟調なままであり、さらなる鈍化の可能性が後退した程度にとどまる。ただ最近の GDP 成長率の振れを大きくしている要素を取り除く

と、一部の地区連銀総裁などが主張するように、米国経済は思ったほど弱くないことになる。

欧州

ユーロ圏の2015年1-3月期のGDP成長率(速報値)は、前期比+0.4%に加速した。ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要4カ国がほぼ5年ぶりにそろってプラス成長となったが、原油価格下落という追い風を得た個人消費が牽引役となり、ユーロ圏における景気回復が広がりを持ってきたと判断される。ただ、原油安、ユーロ安、金利低下という追い風は、ここ数カ月は時に向かい風となっており、消費者信頼感や企業景況感の改善に頭打ちの兆しがある。景気指標が軒並み予想を上回り、景気回復に加速度がついた局面はそろそろ終わり、今後のユーロ圏経済は緩やかな成長局面に入ると予想される。なお、ユーロ圏の消費者物価上昇率は4月に前年比0.0%とマイナス圏を抜け出した。とはいえ、ECBが目標とする「前年比+2.0%をやや下回る」水準とはまだ大きく乖離しており、ECBは資産買取プログラムを計画通り遂行することに注力しよう。

中国

1-3月期の実質GDP成長率は前年比7.0%と、6年ぶりの低い伸びとなったが、これはあくまでも平均である。地方別には遼寧省同1.9%、山西省同2.5%など、重工業依存度や資源・素材依存度の高い一部地方の景気は失速といえる状況に落ち込んでいる。その後も中国の景気は一段と減速している。景気下支えを目的に、中国人民銀行による金融緩和は本格化しているが、大手行の預金準備率は18.5%と高く、追加引き下げ余地は大きい。地方政府融資プラットフォームプロジェクトについては、5月15日に財政部、中国人民銀行、中国銀行業監督管理委員会が、融資継続を指示する旨の「意見」を発表。その内容をみると、建設プロジェクトの継続が最優先され、銀行融資の健全性維持は脇に置かれた感が強い。

景気下振れリスクは依然として高く、今後も必死の下支えが続こう。2014年秋までは無駄な投資と借金を抑制し、産業構造の高度化や成長の質的向上を目指すという明確な政策意図を持った景気下支え策が実施されてきたが、下振れリスクが高まるにつれて、改革による質的向上というよりも、景気底割れ回避が前面に打ち出されるようになってきた。投資・投機の増大を容認した住宅市場のテコ入れ策然り、地方政府融資プラットフォームプロジェクトの継続最優先然りである。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)						(前年比%)				
	2014年 1-3	4-6	7-9	10-12	2015年 1-3	4-6 (予)	2012年 (日本は年度)	2013年	2014年	2015年 (予)	2016年 (予)
日本	4.9	-6.9	-2.1	1.1	2.4	1.8	1.0	2.1	-1.0	1.7	1.8
米国	-2.1	4.6	5.0	2.2	0.2	2.1	2.3	2.2	2.4	2.3	2.7
ユーロ圏	1.1	0.3	0.7	1.3	1.6	1.5	-0.8	-0.4	0.9	1.3	1.5
英国	3.6	3.4	2.5	2.5	1.2	2.7	0.7	1.7	2.8	2.3	2.3
中国	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.	1.8	2.7	0.1	-1.7	1.0
インド	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.	3.4	1.3	0.6	-3.8	-1.0

(出所)各種統計より大和総研作成