

FRB は生産性低下をどのように捉えているのか

大和総研 経済調査部長 小林 卓典

世界

FRB（連邦準備制度理事会）が年内に利上げを実施する可能性が高くなったが、利上げペースは非常にゆっくりとしたものになるという見方が大勢のようだ。ただし、米国でインフレ圧力が増しているとされる根拠は、雇用の回復で労働市場のスラック（余剰資源）が減少していることだけでなく、潜在 GDP の下方修正が続き、供給側の要因から GDP ギャップが縮小していることによる。FOMC メンバーの長期の GDP 成長率見通しも、リーマンショック後は下方修正が続いている。潜在成長率を規定するのは生産性と労働投入量だが、過去数年、米国の生産性の伸びは低下し続けている。これについて、景気循環上の一つの局面として捉える見方や技術進歩率を重視する長期停滞説に依拠した見方などがある。いずれにせよ生産性の低下が続けば、どこかの時点でインフレ率が上昇に転じる可能性が高いと見るのが自然であろう。インフレ率が2%へ戻っていくとの確信が強まるまでは金利の引き上げには慎重な姿勢を維持するとして FRB が、生産性低下の理由をどのように捉えているかが利上げ判断に影響することになる。

日本

日経平均株価が2015年4月22日に終値で2万円の大台を回復した。マクロ経済の視点から、今回の株価上昇局面をどう評価すればよいのだろうか？日本の住宅・不動産市場にバブル的な過熱感は観察されず、長期停滞の大きな要因となっていた3つの過剰もおおむね解消されたと判断できる。すなわち、現在の日本経済は、過去の負の遺産を克服して「失われた20年」から脱却するための絶好の機会を迎えているのである。他方、株価のさらなる上昇を展望する意味で、①デフレ脱却、②成長戦略の断行という日本経済が長年抱えてきた宿題の重要性を指摘しておきたい。2015年1-3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2015年度が前年度比+2.0%（前回：同+1.7%）、2016年度が同+1.9%（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。

米国

6月のFOMC（連邦公開市場委員会）では事実上のゼロ金利政策が維持された。今回のFOMCから、いつでも政策変更を判断するとしていたが、1-3月期の実質 GDP 成長率が下方修正されマイナス成長に転じ、FOMC は想定通りの結果となった。年内に利上げ開始の可能性が高いことが強調されたが、イエレン議長の記者会見では、最初の利上げ時期を必要以上に重要視すべきではなく、利上げペースが緩やかになることを重視すべきとした。4月以降の回復が危ぶまれていたが、一時的な経済の下押し要因が剥落し、雇用・所得環境は着実な改善が続いている。これまで減速傾向にあった個人消費、住宅投資では再加速に向けた動きが見られており、先行きも家計関連需要の増加が期待される。一方、企業部門では、ドル高や海外経済の減速もあり製造業の活動が停滞している。足下で下げ止まった製造業のマインドも成長の加速を示唆するほどの

力強さはなく、輸出や設備投資の急激な増加は見込み難い。

欧州

ユーロ圏の2015年1-3月期のGDP成長率は、前期比+0.4%の堅調な伸びとなった。個人消費のみならず、固定資本形成と政府消費も成長に貢献した。消費回復には原油安効果に加えて、就業者増と賃金上昇率の加速も追い風となっている。なお、4月以降の消費者信頼感改善が頭打ちとなっているが、これは景気回復の腰折れを示唆するものではなく、年後半の景気回復ペースがやや鈍化することを示していると考えられる。なお、ユーロ圏の消費者物価上昇率は5月に前年比+0.3%と6ヵ月ぶりにプラスの伸びとなった。消費者や企業の価格見通しも上向いてきており、デフレ懸念が後退したと判断される。とはいえ、ECBが目標とする「前年比+2.0%をやや下回る」消費者物価上昇率を達成できる見通しとなるのは、早くも2016年になってからと予想される。ECBは現在の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

2015年1~5月の固定資産投資は前年比11.4%増へ減速し、輸出も5月まで3ヵ月連続で前年割れとなるなど冴えない状況が続いている。大和総研は、中国の景気は7~9月にも下げ止まると見ているが、その後の回復力は強くないであろう。地方政府融資プラットフォームのプロジェクトについて、政府当局が融資継続を指示する「意見」を発表し、これによって、すでに融資を受けているプロジェクトが資金不足によって途中で野晒しになるリスクは大きく低下した。さらに、政府は2015年に返済期限を迎える地方政府債務の多くを地方債に置き換える計画である。地方政府債務の長期化・分散化・低金利化によって問題の先送りは可能で、当面の危機は回避されよう。

今後は、これまでの利下げと預金準備率引き下げの効果が徐々に発現すると期待される。不動産開発投資の先行指標である住宅販売金額は、2015年1~2月の前年比16.7%減をボトムに、1~5月には同5.1%増へ回復した。5月単月では前年比30.4%の増加である。タイムラグは6ヵ月から9ヵ月であり、不動産開発投資は、早ければ7-9月期にも底打ちする可能性があることを示唆している。ただし、地方都市の住宅在庫は月間販売の20ヵ月程度と高水準のままであり、不動産投資の回復は、大都市を中心とした緩やかなものにとどまると考えられる。

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	4.4	-6.8	-2.0	1.2	3.9	1.6	1.0	2.1	-0.9	2.0	1.9
米国	-2.1	4.6	5.0	2.2	-0.7	2.7	2.3	2.2	2.4	2.2	2.7
ユーロ圏	0.9	0.4	0.7	1.4	1.5	1.6	-0.8	-0.4	0.8	1.3	1.5
英国	3.6	3.4	2.5	2.5	1.2	3.0	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	-1.9	0.7
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.4	6.4	7.1	7.0	6.7
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