

ギリシャ・中国問題が落ち着き、米国の利上げが近づく

大和総研 経済調査部長 小林卓典

世界

ギリシャ危機と中国の株価急落は、世界経済の成長に大きなダメージを与えることはなかった。むしろ中国では鉱工業生産や住宅不動産価格など、景気回復を示唆する統計が徐々に増えつつある。中国リスクが消えたわけではないが、構造調整を一時的にせよ棚上げし、積極的な財政・金融政策に転換した効果が表れ始めたようだ。

IMF の統計によれば、2012 年から 2014 年まで 3 年連続で世界の財・サービス輸出の伸びは前年比 4%を下回った。こうした世界貿易の低空飛行は、1980 年代初めの第 2 次オイルショック後の世界同時不況以来のことである。2015 年から 16 年にかけて世界貿易の伸びは高まる見通しだが、その前提として、中国経済が減速しつつも大崩れしないこと、並びに米国の利上げが世界経済の回復に水を差さないことが必要となる。IMF は米国の利上げが 2016 年まで延期されるべきと主張しているが、FRB（連邦準備制度理事会）はあくまで年内の利上げを選択する方に傾いている。その利上げ時期について、9 月か 12 月かという議論はあるにせよ、重要な政策イベントが接近している。

日本

足下の日本経済は一旦「踊り場」入りしたと見られる。2015 年 4-6 月期の実質 GDP 成長率（前期比）は一時的にマイナスとなる可能性が強まっている。ただし、景気後退局面入りは回避され、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。今回のレポートでは、日米欧 3 極の中央銀行が採用してきた非伝統的金融政策の効果を国際比較することを通じて、非伝統的金融政策の総括を行うと同時に、先行きへのインプリケーションを探った。試算結果を見ると、FED の LSAP シリーズが実体経済の改善に最も効果的であったことが確認できる。米国では、LSAP 採用後、株価が上昇傾向で推移したことに加えて、他国と比べて家計部門の株式保有比率が高く資産効果が大きかったことから、個人消費が大幅に増加した。他方、CPI への影響については日銀の QQE I が最も大きかった。日銀の金融政策は、実体経済を改善させる効果こそ小さかったものの、大幅な通貨安を実現したことが CPI に対する大きな上昇圧力を生じさせた。

米国

イエレン FRB 議長は、定例の議会証言で年後半にかけて景気回復の勢いが増し、インフレ率は中期的に上昇するとし、年内の利上げの可能性が高いことを示した。現在の米国経済情勢は、年初の寒波などでの落ち込みから緩やかな回復が続いている。住宅需要は順調に増加し、製造業の活動は徐々に下げ止まりの兆しがあるが、雇用統計では賃金の伸びが減速するなど弱さも見られ、個人消費の増加基調は緩やかなままである。9 月の利上げ開始は十分に想定されるが、10 月から始まる新年度予算の作成など、財政に関する議論がハードルとなる。連邦議会のスケジュールはタイトであり、これまでの経緯から議会が円滑に予算を成立させられるかどうか

は不透明感がある。1-3 月期の実質 GDP 成長率はマイナス成長となったが、4-6 月期はプラス成長に転じる可能性が高い。先行きについても、雇用・所得環境の着実な改善が続き、家計関連需要を牽引役に、緩やかな景気拡大が続くという見方に変更はない。

欧州

約 1 カ月に及んだ「ギリシャ危機」は、ユーロ圏や IMF による第 3 次財政支援の枠組みが合意されたことでとりあえず収束へと動き出した。一連の混乱でギリシャ経済は大きな打撃を被り、財政再建だけでなく、景気回復が喫緊の課題となる。一方、ギリシャを除くユーロ圏は 1-3 月期の前期比+0.4%成長に続き、4-6 月期も消費主導で堅調な景気回復が継続したと推測される。なお、ユーロ圏の銀行による民間企業向けの貸出によりややく拡大の兆しが出てきた。銀行貸出増は ECB の金融緩和政策がまさに目的としてきたことであり、ユーロ圏の消費拡大が投資拡大に結び付き、より裾野の広い景気回復が実現されるか大いに注目される。ユーロ圏の消費者物価上昇率は 5 月の前年比+0.3%のあと、6 月は同+0.2%と低水準にとどまっている。ユーロ安を背景に輸入物価が上昇に転じてきたとはいえ、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、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 4-6 月の実質 GDP 成長率は前年比 7.0%と事前予想を上回った。1~6 月の産業別 GDP 成長率は、金融業が同 17.4%成長と突出している。バブル的な株価急騰とその後の急落に伴う未曾有の売買急増が金融業の成長率を押し上げた可能性が高い。今後、中国経済のダウンサイド・リスクは低下していこう。金融緩和の効果発現が期待されることに加え、中国政府が景気下支えを目的に、インフラ投資や民生改善のための投資をさらに増強しようとしていることがある。さらに、住宅ローン金利の低下や短期での住宅売買や二重ローンを容認する住宅市場テコ入れ策が住宅購入意欲を刺激したことで、住宅販売が急回復している。今後の景気の底打ちと回復は、投資・投機を容認した住宅市場の回復やインフラ投資増強などと、それを金融面で支える銀行貸出の増加という伝統的な方法によるものである。ただし、やりすぎれば効率の低い投資と不良債権の増加という中国が抱える伝統的な問題の先鋭化を招き、将来に禍根を残すだけである。そうならないための「出口」戦略を含め、細やかな政策対応が求められている。

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	-0.2	2.8	2.3	2.2	2.4	2.4	2.8
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	3.7	2.9	3.4	1.5	3.0	0.7	1.7	3.0	2.6	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