

FRB の利上げ判断を巡る不確実性は変わらず

大和総研 経済調査部長 小林卓典

世界

世界金融危機後、主要国の中央銀行は膨大なマネタリーベースの供給を行ってきた。これによって米国は利上げまでもう一步のところまで景気を回復させ、ユーロ圏はデフレ回避に、日本はデフレ脱却に一定の成果を収めてきた。ただ依然として新興国を含む主要国の経済成長率の見通しは下方修正が続き、多くの国で目標とする経済成長率の実現が逃げ水のように遠ざかる状況が続いている。金融緩和は強力な効果を持つとはいえ、それにも限界があり、経済成長の再加速には力不足であるとの印象は否めない。しかし、主要先進国では緊縮財政が続き、構造改革も政治的な要因を背景に進展が容易ではないとすれば、各国とも金融緩和に依存せざるを得ず、FRB が 9 月に利上げを見送ったことは、世界経済の現状を考えれば妥当な選択であったといえる。米国の利上げが新興国に影響を及ぼすことは不可避であり、また中国経済の減速が構造改革を必要とする根の深い問題であるという点で、FRB にとって利上げ判断を巡る不確実性はそう簡単に消え去るものではないだろう。

日本

2015 年 4-6 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+1.0%（前回：同+1.1%）、2016 年度が同+1.7%（同：同+1.9%）である。足下の日本経済は「踊り場」に入ったとみられるが、当社のメインシナリオでは、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、「景気後退」局面入りは回避される見通しだ（詳細は、熊谷亮丸他「第 186 回 日本経済予測（改訂版）」（2015 年 9 月 8 日）参照）。

今後の日本経済を巡る最大の焦点は、「踊り場」でとどまるのか、あるいは「景気後退」に陥るのか、という点だ。GDP 統計の需要項目別動向から判断する限りでは、日本経済が「踊り場」ではなく「景気後退」へと突入するリスクが存在する。ただし、日本経済の「踊り場」と「景気後退」を分ける 3 つのメルクマール（判断基準）に照らせば、日本経済は「景気後退」を回避し緩やかな景気拡大局面へと向かう見通しである。

米国

9 月に開催された FOMC での政策変更はなかった。堅調な内需を背景に利上げを議論したとされ、海外経済および金融市場の混乱が米国経済への下押し圧力になる可能性を見極めるために、政策金利は据え置かれた。多くの FOMC 参加者は、米国経済がほぼ利上げできる状態になったと認識しているとみられる。利上げ開始には、市場が安定化して利上げを織り込んでいることに加えて、財政関連の問題が起きていないことが必要である。現在の米国経済は、労働市場の量的な改善が着実に進み、緩やかな賃金上昇を背景に、家計の消費と住宅投資も増加基調を維持している。鉱工業生産など、製造業でも持ち直しに向けた動きが見られるが、金融市場の混乱などが家計と企業のマインドを萎縮させ、ハードデータの悪化につながるリスクが留意点であ

る。先行き、内需主導の景気拡大が続くという見通しに変更はない。足下の海外経済の減速や金融市場の混乱が米国の景気拡大を腰折れさせるほどの影響は無いと見込んでいるが、とりわけ株価の影響を受けやすい個人消費の動向を注視していく必要がある。

欧州

ユーロ圏の4-6月期のGDP成長率は前期比+0.3%から同+0.4%に上方修正された。固定資本形成と在庫変動が成長率に対してマイナス寄与に転じたが、個人消費、政府消費、輸出は引き続きプラス寄与となった。ユーロ圏の企業と消費者の景況感は、7月以降もギリシャを除けば概ね強気水準にあり、緩やかな景気回復が継続していることが示唆されている。ただ、ここ1カ月は景気回復の阻害要因となり得る材料が増えてしまった。中国景気に対する懸念がまだ消えず、デフレ懸念もくすぶるところに、9月半ばにフォルクスワーゲンの排気ガス規制逃れが発覚した。基幹産業である自動車産業の最大手メーカーの不正だけに、その悪影響が広範囲に及ぶ可能性は否定できない。ECBのドラギ総裁は、「現時点で追加の金融緩和措置を考えるのは時期尚早」と欧州議会で証言したが、ユーロ圏の景気には下振れリスクがあり、低インフレ状態が長期化する可能性が高まっていることは十分に認識していると見受けられる。実際に景気が下振れとなれば、「2016年9月まで」としている資産買取の期限延長を決定すると予想される。

中国

元安に振れようとする為替市場に対して、中国人民銀行は元買い介入で対応し、為替介入資金はかつてない規模になったと見られる。外国為替資金残高の減少に対して、中国人民銀行はオペなどを通じて金融システムに流動性を供給しているが、長期的な資金の供給手段としては、預金準備率の引き下げが効果的である。大手行の預金準備率は18.0%と高水準であり、引き下げ余地は大きく残されている。株価下落のマイナスの影響を相殺する景気対策強化の重要度が増しており、8月下旬以降、中国政府は、(1)住宅市場のさらなるテコ入れ、(2)地方政府債務の低金利・中長期の地方債への置き換え増額、(3)固定資産投資の最低資本要求引き下げによるインフラ投資のさらなる増強、といった措置を相次いで発表した。春以降、住宅販売は回復傾向を強めており、これが急減速してきた不動産開発投資の底入れ・改善につながるかが、景気底打ちの鍵を握る。8月までの主要経済指標は、7-9月の実質GDP成長率が7%割れとなる可能性が高いことを示唆している。中国政府は、2015年の成長率目標7.0%前後に対して、6.8%程度までの下振れを容認しようとしているとみられる。

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	7-9 (予)	2012年 (日本は年度)	2013年	2014年	2015年 (予)	2016年 (予)
日本	4.5	-7.6	-1.1	1.3	4.5	-1.2	0.4	1.0	2.1	-0.9	1.0	1.7
米国	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.7	2.8	2.2	1.5	2.4	2.6	2.8
ユーロ圏	0.8	0.3	1.0	1.6	2.1	1.4	1.1	-0.8	-0.3	0.9	1.4	1.4
英国	3.6	3.7	2.9	3.4	1.5	2.7	2.6	0.7	1.7	3.0	2.6	2.4
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	7.7	7.3	7.0	6.8
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.8	2.7	0.1	-2.6	-0.9
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.4	6.4	7.1	7.2	6.8
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.4	1.3	0.6	-4.0	-1.0

(出所)各種統計より大和総研作成