

FRB は最初の関門を乗り越えた

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）は、2015年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）でついに利上げに踏み切った。重要な政策イベントとは言え、米国の利上げを巡ってこれほど論争が繰り広げられたことは過去になかった。労働生産性が低迷し、インフレ率が非常に低い中で利上げが適切であったかどうかは、歴史の判断に委ねられることになる。世界経済への影響はFRBの利上げペース次第だが、南アフリカのように通貨安から生じるインフレ圧力を軽減するため、FRBに先行して利上げを行った国がある。今後、新興国ではFRBの利上げに追随せずに資本流出と通貨安を受け入れ、景気浮揚のために利下げを行う国と、南アフリカのように景気悪化のリスクを承知しつつ、利上げによって通貨防衛とインフレ抑制を図る国とに分かれるだろう。FRBの金融引き締めを見越して新興国からすでに十分な資本流出が発生したとすれば、今回の利上げの影響は小さい。次回以降の利上げが新興国から資本流出を再加速させるトリガーとなるかどうかは、現在は低位で推移する米国のインフレと賃金動向次第ということになる。

日本

2015年7-9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+0.8%）、2016年度が同+1.5%（同：同+1.5%）である。日本経済は2015年にいったん「踊り場」局面入りしたものの、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、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ。日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、の5点に留意が必要である。当社の中国に対する見方は「短期＝楽観。中長期＝悲観」である。中国経済の底割れは当面回避されるとみているが、中長期的なタイムスパンでは大規模な資本ストック調整が発生するリスクを警戒すべきであろう。

米国

2015年の米国経済は、悪天候や港湾スト、海外から波及した金融市場の混乱などの一時的要因で落ち込んだが、雇用・所得環境の改善が続き、底堅く景気は拡大した。こうした堅調な経済動向を踏まえて、12月のFOMCで利上げ開始が決まった。足下では、一時懸念された雇用環境が持ち直して賃金の伸びが高まってきた。個人消費は所得増加ペースに沿って改善し、住宅投資もやや減速したが改善が続いている。他方で、企業部門、とりわけ製造業では減速感が一層強まっている。2016年の金融政策は、インフレ率が徐々に加速することに伴い、政策金利が0.25%ptずつ2~3回程度、慎重なペースで引き上げられるだろう。大統領選については、経済政策も含めて、政策の実像と各候補者にとっての政策の優先順位が見え始めるのは早くても3

月頃となろう。2016 年も個人消費を中心とした内需をドライバーとした経済成長が続く公算が大きい。足下で低調な外需や設備投資は緩やかな改善に留まるとみられるが、家計需要の増加と労働市場改善の好循環が働くことで、経済が下振れするリスクは小さいだろう。

欧州

ユーロ圏経済は金融・債務危機からの回復の途上にあり、2016 年も内需主導の緩やかな景気回復が続くと見込まれる。債務危機以降、ユーロ圏加盟国は財政健全化に重きを置いてきたが、大半の国が財政健全化目標を達成しつつある中、難民急増問題への対処やテロ対策に伴う歳出増もあって、財政政策は経済成長の抑制要因から、若干の促進要因へと変わってくると予想する。とはいえ内外需とも急回復は見込まれず、ECB は金融緩和を継続することになろう。2016 年の欧州経済のリスクは、中国経済と米国の利上げによる新興国からの急激なマネーの逆流という世界共通のリスクに加え、欧州の政治リスクが指摘される。すでに EU を目指す難民の急増問題、テロとの戦いが大きな政治課題となっているが、これに加えて英国で EU 加盟継続の是非を問う国民投票が 2016 年に実施される可能性が高い。ここで問題となるのは、これまで統合推進で一致してきた EU が、域内の人やモノの移動の自由という基本原則を維持するのか、それとも修正してくるのか、それが EU の求心力を低下させることにつながらないかということである。

中国

中国の景気が数字以上に悪く感じられるのは何故であろうか？ 大きな要因の一つは株価急騰・暴落に対する政策対応の拙さ、さらには、人民元の対米ドル中間レートの算出方法の変更にもつわる当局の説明不足やその後の人民元買い支えに伴う外貨準備の「浪費」などが、中国経済もしくは政府の政策遂行能力への様々な思惑や疑心暗鬼を生み、中国悲観論が台頭したことではないかと考えている。今後、中国の政策対応が早急に洗練されていくとは考え難く、折に触れて「中国ショック」が特にマーケットの波乱要因になるリスクは残り続けよう。しかし、同時にそれが単なる思惑や疑心暗鬼ではなく、本当に中国経済の変調（失速）を意味しているのかを冷静に吟味する必要性も高まっているのではないか。住宅市場テコ入れや地方政府関連債務の地方債への置き換え、乗用車販売刺激策など、中国政府が繰り出した政策は効いている。少なくともマクロ経済に対する中国政府のコントロール能力は失われていない。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)				(前年比%)				
	2014年		2015年		2012年		2013年		2014年		2015年		2016年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)				
					(予)				(予)				
日本	5.0	-7.2	-2.8	1.8	4.4	-0.5	1.0	0.3	0.9	2.0	-1.0	1.0	1.5
米国	-0.9	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.1	2.2	2.2	1.5	2.4	2.5	2.6
ユーロ圏	0.9	0.2	1.2	1.5	2.2	1.6	1.2	1.2	-0.8	-0.4	0.8	1.5	1.4
英国	2.5	3.8	2.6	3.0	1.5	2.6	1.9	2.3	1.2	2.2	2.9	2.4	2.4
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	7.7	7.3	6.9	6.8
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.9	3.0	0.1	-3.4	-1.8
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	5.3	6.4	7.1	7.3	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	-1.0

(出所) 各種統計より大和総研作成