

## 長期停滞の罭

---

大和総研 経済調査部長 小林 卓典

### 世界

仮に自然利子率がマイナス圏にあるとすれば、中央銀行が名目金利をマイナスに引き下げる金融緩和策は妥当性を持つ。日銀のマイナス金利政策に対して市場の混乱を招いたとする批判はあるが、日本が長期停滞の罭から脱却するにはやはり大胆な政策が必要である。日本に先行してマイナス金利政策を実施したユーロ圏など欧州各国についても背景は同じだ。一方、米国の景気回復は利上げに耐えうるほど強いという見方は後退しており、企業部門の弱さが目立ち、期待インフレ率は低下しつつある。米国が金利を正常化し、次の景気後退に備えた十分な政策発動の余地を確保することが本来は望ましい。しかし、現実には逆の方向に傾き、米国も長期停滞の罭に陥りつつあるように見える。ガス欠気味の世界経済を立て直すには金融緩和のみでは力不足であり、主要国が協調した財政政策の発動が必要だが、実際には世界的不況が生じない限りその可能性は低いだろう。したがって、マイナス金利が米国に広がる可能性も含め、金融政策に依存する状況が続かざるを得ないことになるだろう。

### 日本

2015年10-12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+0.7%（前回：同+1.0%）、2016年度が同+0.9%（同：同+1.5%）、今回新たに予測した2017年度が同▲0.1%である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。日本に先駆けて導入された欧州のマイナス金利は、実体経済に直接的な好影響を与えたとは明言し難いものの、金融市場には一定のインパクトを与え、株高による資産効果や通貨安による輸出増などを通じて、間接的に実体経済を押し上げたとみられる。しかし、日本においてはマイナス金利導入後、世界経済の先行き不透明感が強まったため、株高や通貨安が示現しておらず、現時点では、欧州で見られた金融市場を通じた間接的な押し上げ効果は期待しづらくなっている。他方、当社の試算では、金利低下は金融機関や企業、家計といった民間部門に恩恵をもたらす。金融機関には国債売却益の増加、企業や家計にとっては金利の低下が好影響を与えると予想される。

### 米国

1月のFOMC（連邦公開市場委員会）では政策変更は無く、海外経済と金融市場動向を注視するとの文言が復活した。資源輸出に依存した国々の経済情勢は不安視されており、IMFは国際金融システム不安に発展することを警戒している。労働市場では、雇用者数の増加幅が縮小する一方で失業率が内容を伴って低下し、賃金上昇ペースが加速する兆しがある。株価下落などの影響は懸念材料だが総じて堅調と言え、労働市場の改善に支えられた個人消費は底堅い。企業部門は製造業の軟調さが続いていることに加えて非製造業の景況感も減速感が強まっている。

米国の家計や金融部門の健全性は改善し、内需は堅調であることから、FOMC参加者は、海外

経済や金融市場からの影響がどのように及び、インフレ率が上昇に向かうかを確認することが、より重要な論点になっている可能性がある。米国経済は減速しつつも緩やかな改善基調を維持している。原油価格が安定化すれば、インフレ率は2016年後半にかけて、上昇幅が拡大すると見込まれており、インフレに対する議論が高まる可能性が高い。

## 欧州

ユーロ圏の2015年の成長率は+1.5%となり、4年ぶりの高い成長率となった。ドイツ、フランス、イタリア、スペインの主要4カ国で個人消費を中心に内需が拡大し、そろってプラス成長となったことが大きい。ただし、外需の伸び悩みを背景に12月の鉱工業生産は悪化した。加えて、年初からの新興国の景気停滞懸念が、世界経済の悪化懸念に波及し、欧州では金融システム不安も再燃している。これらの懸念材料は、ユーロ圏の企業と家計の景況感指数に重石となりつつある。雇用改善、低金利、原油安など消費にプラスな材料は引き続き存在するが、景気見通しの悪化が企業投資のみならず、家計消費の抑制要因となる可能性が高まっている。また、原油安を受けてインフレ予想が改めて低下する動きがみられる。この状況下でECB（欧州中央銀行）は3月の金融政策理事会で成長率とインフレ率の予想を下方修正し、マイナス金利のさらなる引き下げなど追加の緩和措置を講じると予想される。

## 中国

中国では2016年に入っても政策対応の拙さや不透明性に起因するマーケットの混乱・動揺が続いている。株価や為替を直接コントロールする政策が効かない、あるいは弊害が大きいのであれば、中国政府は、市場を取り巻く経済のファンダメンタルズの改善に専念すべきである。景気減速に歯止めをかける鍵を握るのが不動産過剰在庫の削減であり、この成否が当面の中国景気の浮沈を左右するといっても過言ではない。現地では、不動産過剰在庫の削減は、単なる経済問題ではなく、「政治任務」であるとの表現が使われ始めたほどである。このため、2016年2月以降は、①住宅ローンの頭金比率の引き下げ、②住宅購入の際の契約税の軽減、③農民工の市民化加速による住宅実需の増加など、既に昨年春以降、大きく回復している住宅販売をさらに刺激する政策の発表が相次いでいる。こうした政策が奏功し、地方都市で不動産過剰在庫が削減されていけば、これまで急減速してきた不動産開発投資が底打ち・回復していくことが期待できるようになる。鉄鋼、セメントなど裾野産業が広い不動産開発投資の底打ち・回復は、固定資産投資全体の浮揚のきっかけとなる可能性があるだけに、今後の動向が注目される。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)								
	2014年 4-6	7-9	10-12	2015年 1-3	4-6	7-9	10-12	2016年 1-3 (予)	2013 (日本は年度)	2014年	2015年	2016年	2017年
												(予)	(予)
日本	-7.9	-2.6	2.5	4.2	-1.4	1.3	-1.4	0.9	2.0	-1.0	0.7*	0.9	-0.1
米国	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	0.7	2.4	1.5	2.4	2.4	2.2	2.4
ユーロ圏	0.2	1.2	1.5	2.2	1.6	1.2	1.1	1.1	-0.3	0.9	1.5	1.3	1.5
英国	3.2	2.6	2.7	1.5	2.2	1.8	2.0	2.4	2.2	2.9	2.2	2.2	2.3
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.7	7.3	6.9	6.8	6.5
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	3.0	0.1	-3.5*	-2.6	-1.1
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.3	7.0	7.3	6.7	5.9
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.3	0.7	-3.7	-1.0	0.1

(注)2015年(前年比%)の「\*」は予測値。

(出所)各種統計より大和総研作成