

中国発のアップサイドリスクを待つ

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

ドル高などに起因する米国景気鈍化懸念が和らぎ、同国株価は回復、世界的にもリスク・オフ的な状況は後退している。ただし米国では労働需給のひっ迫により賃金上昇率が加速してきており、今後実施されるであろう数次の利上げは、堅調な景気拡大の帰結というよりも、反インフレ政策へと、その位置づけを微妙に変えつつある。同国景気の拡大の持続性への疑義は、今後もしばしば金融市場を揺るがす要因となろう。もちろん、仮に米国景気が息切れとなっても、中国の減速が止まれば、世界経済は一安心ということになる。しかし現状、中国において持ち直しの兆しがみられるのは不動産関連投資などに限られ、中国政府には無駄にならない公的投資、消費インセンティブの付与などの景気対策が求められる。2月下旬に行われた G20 財務相・中央銀行総裁会議では金融緩和への過度の依存を改め、財政を活用していくことの必要性が謳われたが、米国に関しては景気が循環的に成熟しており、財政刺激策などによってその延命を図ることには限界がある。一方、ユーロ圏では足下で景況感が軟化する気配がみられ、その下支えを図るべく財政政策が有効に機能する余地は大きい。しかし、政治的調整の困難さがその実現の大きなハードルとなろう。従って、財政政策の活用によって世界経済の悪化を止めるという文脈において、最も重い責務を担っているのは中国に他ならない。しかし、4兆円対策のトラウマなどから、中国が有効な政策を打ち出せない、ないしは政策で相殺不可能なほどの調整圧力が残存するというのであれば、世界経済の一段の停滞リスクが高まることになる。

日本

2015 年 10-12 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+0.7% (前回:同+0.7%)、2016 年度が同+0.9% (同:同+0.9%)、2017 年度が同▲0.1% (同: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。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう。

米国

3 月の FOMC (連邦公開市場委員会) における政策変更はなく、利上げのペースは前回見通しからより緩やかなものへと引き下げられた。声明文における現状認識として、米国経済の堅調さが強調される表現となった。経済の先行きは海外経済と金融動向が引き続きリスクであるとされたが、リスクは後退したことが暗に示された。インフレ動向の重要性がより一層高まっているとみられる。労働需給のひっ迫により賃金上昇率は加速しつつあり、基調的なインフレ圧力は着実に高まってきた。夏場以降、エネルギーによるマイナス寄与は徐々に縮小していくとみられ、年後半にはインフレに対する議論が高まる可能性が高い。緩やかな利上げへの支持が強まるだろう。足下、個人消費には減速感があるものの、就業者数が増加し、年初から下落し

ていた株価が下げ止まりつつあることが、個人消費の増加をサポートするだろう。企業活動も製造業に明るい兆しがある。米国経済は内需の増加を牽引役に緩やかな景気拡大が続こう。

欧州

ECB（欧州中央銀行）は3月10日の金融政策理事会で、利下げと量的緩和の双方を含む包括的な追加緩和策を決めた。資産買取プログラム（APP）の限界や、超低金利政策の副作用を指摘する声への配慮もみられる。APPの買取資産に非金融機関の債券が加えられ、また国際機関債の買取上限が引き上げられ、購入可能資産が早晩なくなるとの懸念を封じようとしている。また、TLTRO II（用途を限定した長期オペ）の導入で銀行に資金調達コストを下げる選択肢を提供し、超低金利が銀行収益を圧迫しているとの批判に対応した。直近のユーロ圏の景気指標は小売売上高、新車販売、鉱工業生産は伸びたが、輸出と景況感指標が悪化した。ECBは貸出金利低下や原油安が消費と投資の追い風となり、ポートフォリオ・リバランス効果を通じて資産価格が上昇することを期待している。とはいえ、景気下振れリスクが高まる中でインフレ期待の低下が継続するようであれば、ECBは資産買取プログラムのさらなる拡大に踏み込むと予想される。

中国

2016年1月～2月の主要経済統計はまちまちであった。不動産開発投資は昨年の前年比1.0%増から、2016年1月～2月は前年同期比3.0%増となり、固定資産投資全体が若干加速したのは朗報である。2月の住宅ローンの頭金比率引き下げや住宅購入にかかる契約税軽減もあり、1月～2月の住宅販売は急増した。一方、昨年10月からの車両購入税半減措置による自動車販売急増の勢いは一段落し、小売売上は減速。輸出はマイナス幅を広げた。2016年3月5日～16日に開催された第12期全国人民代表大会（全人代）第4回会議では、2016年の実質GDP成長率を前年比6.5%～7%とすることを目標に掲げた。2016年1月～2月の経済情勢は年間目標を下回る推移となっている。今後、追加金融緩和やある程度の財政政策などの景気テコ入れ策が強化されよう。中国人民銀行は3月1日に、2015年10月以来の預金準備率引き下げ（0.5%）を実施したが、さらなる緩和余地は大きい。財政面では、例えば、2016年は前年比4%増の2.6兆元の計画とされた交通インフラ（道路、鉄道、水路）投資の増額修正や、北京で先行しているエコ家電への補助金支給の全国展開など、打てる手はまだあるし、政策発動への期待は大きい。

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	-2.5	2.2	4.6	-1.4	1.4	-1.1	0.5	2.0	-1.0	0.7*	0.9	-0.1
米国	4.6	4.3	2.1	0.6	3.9	2.0	1.0	2.3	1.5	2.4	2.4	2.2	2.4
ユーロ圏	0.2	1.2	1.4	2.3	1.6	1.2	1.3	0.9	-0.3	0.9	1.6	1.3	1.5
英国	3.2	2.6	2.7	1.7	2.4	1.7	1.9	1.7	2.5	2.8	2.1	2.0	2.1
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	-3.8	-3.2	-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	-1.3	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