

## EU 政治安定化で世界経済のダウンサイドリスクが低下

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

### 世界

英国ではメイ首相が自ら仕掛けたギャンブルに負けるという失態を演じ、Brexit の帰趨を覆う暗雲が厚さを増している。一方、フランスではマクロン大統領率いる「共和国前進」が下院選挙で大勝し、今後の政権運営にかかわる不確実性が後退した。Brexit を巡るごたごたは、他の EU 加盟国における反 EU の勢いを殺いでおり、それが一連のフランスの選挙にも反映されている。EU はユーロ圏危機を招いた「中途半端な統合」が解消されていないなど、随所に火種を抱えており、その克服には政治的リーダーシップの存在が不可欠である。その意味で、フランスに相応の（盤石ではないにせよ）政治資本を有する親 EU 政権が誕生したことの意味は小さくない。そう考えれば、英国経済の先行きには相当の警戒が必要である一方、プラスマイナス差し引きで考えれば、このところの欧州発のニュースは、欧州経済、ひいては世界経済に若干のプラスとみなすことが可能だろう。現在の世界経済の好調は、米・欧（ユーロ圏）・中の三極に支えられたものだが、ユーロ圏は米国ほど循環的な成熟化が進んでいるわけではなく、中国と違って政策依存の色彩も薄い。2018 年に向けて順調な拡大が期待されるユーロ圏経済の懸念が一つ遠のいたことは、世界経済のダウンサイドリスクの軽減に資するとみてよいだろう。

### 日本

1-3 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 2017 年度が前年度比+1.5%、2018 年度が同+1.1%である。先行きの日本経済は、①堅調な外需、②在庫投資に支えられる形で 2017 年度にかけて成長が加速した後、緩やかに減速し、2018 年度は①本格的な雇用環境改善と②生産性向上投資に牽引され、内外需のバランスの取れた成長軌道を辿ると予測している。生産年齢人口の減少や労働参加率の上昇余地縮小などを背景に、日本の労働市場は、正規社員も含めた飽和の局面に近づいている。賃金インフレのカウントダウンが始まっており、今後の家計消費の拡大や、人手不足対応投資の進展を促す可能性が高まっている。他方、先行きの外需については一定の注意が必要だ。Fed は既に複数回の利上げを行い、さらに年内のバランスシート縮小開始計画を発表しており、米国のみならず、新興国に対する景気下押し圧力がもたらされる可能性がある。シミュレーションによれば、米欧の出口戦略が世界経済に与える影響は 2017 年▲0.04%、2018 年▲0.16%、2019 年▲0.31%と試算される。

### 米国

金融政策の先行きはあくまで経済指標次第というスタンスが続くとみられるが、更なる金融引き締めが実施されるためには、足下で減速しているインフレ率が再び、目標である 2%へと加速していくという確信が得られる必要がある。足下までの経済統計を踏まえると、4-6 月期は個人消費の伸びが高まることを主因に GDP 成長率が再加速する見通しである。インフレ率が緩やかな上昇に留まっていることは、金融政策の正常化という文脈では懸念材料だが、景気にとってはむしろポジティブな要因と捉えることができる。また、景気拡大が続く一方でインフレ率の

加速が見られず、それによって金融引き締めが先送りされれば、景気拡大の持続性が高まり、資産価格を後押しすることになるが、資産市場でのバブルの発生も FRB にとって望ましいことではない。つまり、仮にインフレ率がここから加速しなかったとしても、株式市場などの資産市場が過熱していると FRB が判断した場合には、それを理由に引き締め動く可能性がある。その際の政策としては、追加利上げではなくバランスシートの縮小が選択される可能性がある。

## 欧州

ユーロ圏の1-3月期の成長率は速報値の前期比+0.5%から同+0.6%に上方修正された。消費、投資、輸出がそろって拡大するバランスの良い経済成長が今後も見込まれる。また、フランスのマクロン大統領が下院議会選挙でも勝利したことで、ユーロ圏を覆っていた政治リスクへの懸念はいったん後退した。なお、6月8日のECB理事会では、追加利下げへの言及が削除されたが、緩和解除に慎重な姿勢は変わらなかった。英国の1-3月期の成長率は前期比+0.2%と10-12月期の同+0.7%から急減速した。原因は個人消費であった。インフレ加速で実質的な購買力が低下し、消費が減速するという、Brexit 決定に伴うポンド安の悪影響が顕在化してきたのである。そのBrexitを実現させるための英国とEUの交渉が、6月19日に開始された。ただし、6月8日の下院議会選挙で保守党は予想外の過半数割れとなり、この選挙結果が政府のEU離脱に関する方針にどのような影響を及ぼすのかまだ明確ではない。Brexitの行方は一段と混沌としており、それが英国の企業や消費者のマインドをさらに悪化させることが懸念される。

## 中国

市場金利が大きく上昇している。2017年春以降、中国銀行業監督管理委員会（CBRC）が、金融リスクの防止を目的にデレバレッジを銀行に指示したのを受け、銀行間市場での資金供給が縮小し、金利は大きく上昇した。最上級の格付けを有する企業の1年物債券利回りは、4月中旬以降、1年物貸出基準金利の4.35%を上回る状態が続いており、発行体の起債インセンティブは大きく損なわれている。そもそも企業債の発行は、大型国有企業が中心であり、こうした企業の銀行貸出への依存が一段と高まれば、そのあおりを受けて民間中小企業の資金調達が一段と困難になりかねない。足元の景気について、小売売上は底堅い一方で、固定資産投資は減速している。今後は、インフラ投資と不動産開発投資の減速による固定資産投資の鈍化が想定されるが、サービス消費を牽引役に消費が景気を下支えることで、大きく下振れするリスクは低い。中国の実質成長率は1月～3月の前年同期比6.9%を当面のピークに緩やかに減速しよう。

### 主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(前期比年率%)				(前年比%)						
	2016年 1-3	4-6	7-9	10-12	2017年 1-3	2017年 4-6 (予)	2014年 (日本は年度)	2015年	2016年	2017年 (予)	2018年 (予)
日本	2.5	1.6	1.0	1.4	1.0	2.6	-0.5	1.2	1.2	1.5	1.1
米国	0.8	1.4	3.5	2.1	1.2	3.0	2.4	2.6	1.6	2.2	2.3
ユーロ圏	2.1	1.4	1.8	2.1	2.3	1.9	1.2	2.0	1.8	2.0	1.8
英国	0.6	2.4	2.0	2.7	0.7	0.8	3.1	2.2	1.8	1.5	1.3
中国	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.3	6.9	6.7	6.6	6.3
ブラジル	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.5	-3.8	-3.6	0.8	2.1
インド	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	7.0	7.5	7.9	6.2	6.9
ロシア	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	0.7	-2.8	-0.2	1.5	1.5

(出所)各種統計より大和総研作成