

金融緩和競争が世界を救う？

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

米FRBの近い将来の利下げがコンセンサス化する中、ECBも政策金利の据え置き期間の長期化のみならず、緩和の再開を匂わせ始めた。当面、世界は金融緩和競争的な様相を呈する可能性が高まっている。ECBがあたかもFRBに追随するようにスタンスを変えてきたことが示すように、緩和は他国・地域に波及しやすい。金融緩和は当該国の通貨を下落させる要因であり、他国・地域はそれに乗り遅れることで自国通貨が上昇することを避けようとするためである。グローバルで見れば為替レートはゼロサムだが、緩和競争が広がりを見せれば、一定の世界景気の下支え効果が期待できる。ただし、緩和競争がどの程度の広がりを見せるかは、新興国の余裕度次第の面がある。米欧の金融緩和は新興国にも追随しやすい環境をもたらすが、その効果を超えて世界的な景況感が悪化すれば、リスク・オフ的な新興国売りが発生し、むしろ新興国は通貨防衛を迫られる可能性があるからだ。当たり前ではあるが、金融緩和の効力は、あくまで景況感との力関係で決まる相対的なものにすぎない。さしあたっては、G20サミットに向けて、米中摩擦の深刻化が回避されるかが最大の注目点ということになるだろう。

日本

2018年度の外需および企業業績の鈍化は、2019年度の家計消費および設備投資のモメンタムを鈍らせ始めている。雇用者報酬の構成要素を確認すると、雇用者数の増加速度は鈍化し、一人当たり労働時間は減少し、賞与も増加速度の明確な鈍化が見込まれている。そして今後の雇用・収入にかける期待の低下が消費マインドに冷や水を浴びせ、消費性向を抑制する公算が大きくなっている。さらに、10月以降は消費増税の影響が追い打ちをかける。見通しが厳しくなるのは家計消費だけではない。内外需の不調と在庫蓄積を背景とした稼働率の低下は、設備投資の拡大シナリオにも影を落としている。結局のところ、タイムラグの問題を捨象すれば、現在の日本において外需の成長回帰を前提とせずには内需の回復シナリオを描くことは極めて困難だ。従来の見通しと同様、先行きの日本経済は、引き続き当面、減速を続けると予測している。

米国

6月のFOMCでは、今後の金融政策の方針転換が打ち出された。今回は政策金利であるFFレートの誘導目標レンジを従来通り2.25-2.50%で据え置く一方、2020年末時点での政策金利見通し（中央値）を引き下げた。結果的に2020年末までの利下げを示唆する結果となった。雇用統計や物価、設備投資及び製造業企業マインド等が弱含んでいたことや、米中貿易摩擦の悪化等に代表される不確実性の高まりへの懸念から、マーケット参加者は経済成長が鈍化する可能性があると考えており、2019年内の利下げを見込んでいた。こうしたマーケット参加者の利下げ要請に対して、今回のFOMCはセンチメントを壊さないよう配慮を示したと言える。こうしたFOMCの結果を受け、マーケット参加者は次回（7月）会合に向けて利下げムード一色となっている。大和総研は、2019年4-6月期の成長ペースは緩やかなものになり、潜在成長率並みの成長が続

くという見方が基本シナリオである。不確実性の高まりが懸念されるものの、次回会合における利下げを過信すべきではないだろう。なぜなら、利下げを決定するためには様々なリスクが経済見通しを下押ししたと判断できる材料が出てくることが条件となっているからである。

欧州

ECBは6月6日の金融政策理事会で、「不透明感の長期化」を理由として、政策金利を現行で据え置く期間を「2019年末まで」から「2020年上半期まで」に延ばした。さらにドラギECB総裁は6月18日の講演で、景気見通しが好転せず、インフレ率の目標達成が困難な場合は「あらゆる手段を講じる」と金融緩和の再開に向けてさらに踏み込んだ発言を行った。ECBも次の一手は利上げではなく、利下げへ完全に転換した。ユーロ圏の1-3月期の成長率は明確に加速したが、これは3月29日という当初の英国のEU離脱期限に備えた企業の在庫積み増しや家計の買いだめによって押し上げられた側面があり、4月の輸出、生産、小売売上高はそろって落ち込んだ。英国のEU離脱期限は10月31日に延期されているが、いつどのように離脱が実現するのかは依然として不透明である。メイ首相の後任には強硬離脱も辞さない姿勢を示してきたボリス・ジョンソン前外相が就任する可能性が高い。EUとの再交渉が視野に入った時に、新首相のBrexit実現計画がどう軌道修正されるかが次の注目点となる。

中国

6月28日～29日に大阪で開催されるG20サミットを機に、米中首脳会談が開催される可能性が高まったが、米中協議の行方は予断を許さない。中国でモノを作って米国に輸出する企業にとって、中国で製造する優位性は損なわれ、製造業投資は減速しているが、米国がほぼ全ての対中輸入品目に追加課税という事態に陥れば、もう一段の悪化が懸念される。米中のみならず世界経済への悪影響はより深刻化・長期化する可能性が高い。中国の内需は減速しているが、打てる手は残されている。1月下旬に発表された「ハコモノ」中心の公共サービスの増強と、自動車・家電の補助金政策は未だ始動していない。実施されれば相応の効果が期待できるが、前者は債務のさらなる増大と将来的な金融リスクを高めるという副作用を伴い、後者は政策終了後の反動減に警戒が必要となる。それでも短期的な景気テコ入れが必要と判断される場合は、こうした政策が本格的に始動することになる。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)				(前年比%)				(前年比%)			
	2018年				2019年				2017年	2018年	2019年	2020年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)			
日本	-0.4	2.3	-2.6	1.8	2.2	-0.5	1.4	-0.2	1.9	0.7	0.6	0.5
米国	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	1.9	1.9	1.9	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	1.6	1.6	0.5	1.0	1.6	0.9	1.2	1.3	2.4	1.9	1.1	1.2
英国	0.2	1.6	2.8	0.9	2.0	-0.6	0.9	1.0	1.8	1.4	1.2	1.0
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	N.A.	N.A.	N.A.	6.8	6.6	6.3	6.2
ブラジル	1.2	0.9	1.3	1.1	0.5	N.A.	N.A.	N.A.	1.1	1.1	0.7	0.8
インド	8.1	8.0	7.0	6.6	5.8	N.A.	N.A.	N.A.	6.9	7.4	6.4	6.7
ロシア	1.9	2.2	2.2	2.7	0.5	N.A.	N.A.	N.A.	1.6	2.3	1.0	1.6

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。四半期伸び率は、中国、ブラジル、インド、ロシアは前年比、それ以外は前期比年率(出所)各種統計より大和総研作成