

長丁場が見込まれる金融政策「正常化」に向けた最初の一步

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

世界

英国や米国に後れを取っていた、ユーロ圏と日本の新型コロナウイルスのワクチン接種がペースアップし、行動制限の緩和が徐々に進められている。感染力の強い変異株（デルタ株）への警戒は引き続き怠れないが、ワクチン接種の進展により経済見通しの上方修正余地が拡大した。世界経済の成長が加速することへの期待が高まる中で、様々な「価格」の上昇が一段と目立ってきた。株式や不動産などの資産価格に加え、コモディティ価格の上昇も顕著である。背景には、コロナショックへの対応として世界的に進められた大規模な金融緩和に伴う潤沢な資金の存在や、需要急増に供給が追いつかず需給逼迫が生じていることが存在する。コモディティ価格上昇に需給逼迫が加わり、インフレが加速しているロシアなどはすでに利上げに動いているが、米国でも6月のFOMCで従来予想されていたよりも早期にタカ派的なスタンスへのシフトが見られた。FRBは早期の金融引き締めを意図しているわけではないと見受けられるが、長丁場になると見込まれる金融政策の「正常化」に向けた議論を始めるタイミングが来たと判断したのだろう。

日本

7月末までに1日あたり100万回のワクチン接種という政府目標を達成する可能性が高いことから、当社の経済見通しは上方修正の余地が大きくなった。1日あたり100万回の接種ペースを年末まで維持し、感染拡大の抑制と両立する形で人出が段階的に回復すれば、2021年度の実質GDP成長率は+5.0%に高まる可能性がある。だが当面は人出の急増やデルタ株の流行により、4回目の宣言が発出されるリスクがある。他方、輸出は引き続き日本経済を下支えする見込みであるが、半導体不足による自動車輸出への影響には注意が必要だ。経済の正常化が国内外で進む中、資源価格が高騰している。仮に2021年6月以降の交易条件が5月から横ばいで推移すると、2021年度に約15兆円の所得が海外に流出し、企業が約10兆円、家計が約5兆円を負担するとみられる。資源高が企業に与える影響を業種別に分析すると、運輸・郵便は価格転嫁率がとりわけ低く、価格転嫁に長い時間を要する。一方、電子部品は投入物価の上昇が限定的で価格転嫁率が高いため、資源高の中でも好調を維持するだろう。

米国

米国経済はポストコロナ局面への移行が進み、4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率で10%を上回る高い伸びとなると見込まれる。こうした中、6月のFOMCは市場の想定よりも早く、タカ派的なスタンスへシフトした。FOMC参加者はインフレ加速が一時的という基本姿勢は変えていないものの、それが想定以上に継続する可能性を警戒し始めている。6月のFOMCのタカ派シフトのねらいは、市場がインフレ加速リスクを織り込み切れていないことに警鐘を鳴らすことであつたと考えられる。インフレ加速に対する市場とFOMCとの間の温度差があればあるほど、FOMCがいざテーパリングや利上げの議論を進めることができると判断した場合に、2013年に起きたようなテーパータントラムが再発する恐れが増すことになる。今後は、こうしたインフレ加

速リスクを市場が徐々に織り込んでいけるかが、テーパータントラムの再発を防止する上でも重要となる。

欧州

欧州各国の新型コロナウイルスの新規感染者は順調に減少しており、行動制限措置の緩和が進められている。もっとも、昨年の夏も欧州各国は行動制限を緩和したものの、秋以降、感染者が再び増加するという事態に直面した。今年の夏は、ワクチン接種が進展しているという強みがある一方、感染力の強い変異株への警戒は怠れない状況が続こう。特に、足もとでデルタ株の感染者が増加し始めた英国の場合、海外への渡航を緩和しようとしても、相手が無条件で受け入れるかは不透明だ。また、英国は行動制限の強化はせずに現状維持で対応する方針だが、果たして感染者数がピークアウトするかが注目される。今後、経済の正常化が進み、成長が加速していくというシナリオの確度が高まってくると、ユーロ圏各国の置かれている経済環境の違いが鮮明になっていこう。経済成長ペースやインフレ状況が異なるため、コロナ禍で膨張した財政・金融政策の後始末は誰に合わせて進めるかが難しく、時間もかかるだろう。

中国

中国の卸売物価が大きく上昇している。今後、生産財の川下分野、そして生活財への価格転嫁が進めば、最終的には消費者物価の大幅な上昇が懸念されるが、その可能性は低い。中国では加工工業品や生活財分野の価格競争は厳しく、消費者に近い分野ほど、価格転嫁の動きは部分的にとどまる可能性が高い。一方、価格転嫁が進まなければ、コスト増加によって企業業績は悪化を余儀なくされ、企業の業績悪化⇒所得の伸び悩み⇒消費の抑制が懸念される。この点で、中国政府による投機抑制策や国家備蓄放出などコモディティ価格抑制策が奏功するかどうか、当面の注目材料となろう。中国国家统计局によると、2021年1月～5月の固定資産投資は、コロナ禍以前の2019年1月～5月との比較で、8.5%増（1月～4月の同比較は8.0%増）、同様に小売売上は8.8%増（同8.6%増）となり、内需はやや加速している。5月の輸出については、マスク・防護服など繊維品や、医療機器・器械が前年同月比で2桁の減少となるなど、これまでの好調の主因であった「コロナ特需」の剥落が輸出の足を引っ張るようになっている。それでも輸出が3割近く伸びたのは、世界需要の回復によるところが大きい。中国経済見通しに変更はなく、2021年は前年比8.8%程度、2022年は同6.0%程度の実質成長を遂げよう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)			(前年比%)					(前年比%)			
	2020年			2021年				2022年	2019年	2020年	2021年	2022年
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	（日本及びインドは年度）			
日本	-28.6	22.9	11.7	-3.9	-1.9	7.2	3.7	2.9	-0.5	-4.6	3.4	3.2
米国	-31.4	33.4	4.3	6.4	10.7	9.7	6.5	2.8	2.2	-3.5	7.3	4.2
ユーロ圏	-38.6	60.6	-2.4	-1.3	4.5	8.1	5.0	3.5	1.3	-6.7	4.2	4.2
英国	-57.9	87.1	5.2	-5.9	17.2	8.9	5.8	3.9	1.4	-9.8	6.1	5.4
中国	3.2	4.9	6.5	18.3	8.0	6.5	5.0	5.2	6.0	2.3	8.8	6.0
ブラジル	-10.9	-3.9	-1.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.1	-4.1	4.8	1.9
インド	-23.9	-7.5	0.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.9	-7.3	10.0	5.2
ロシア	-7.8	-3.5	-1.8	-1.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	2.0	-3.0	3.4	3.0

(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