

超緩和的だった金融政策からの転換

大和総研 経済調査部長 山崎 加津子

世界

米国の利上げ開始が秒読みとなり、ユーロ圏でも年内の利上げの可能性が取り沙汰されている。米国の1月の消費者物価上昇率は前年比+7.5%、ユーロ圏は同+5.1%とそれぞれ事前予想を上回り、米国は約40年ぶり、ユーロ圏は1996年の統計開始以来の高インフレ率を記録した。背景には、世界的な供給網の混乱、人手不足に伴う雇用コスト上昇、地政学リスクも重しとなった原油価格高騰などが複合的に絡み合っている。ただし、米欧とも実質GDPがコロナ危機前の2019年10-12月期の水準を回復する中、金融政策をコロナ危機対応からインフレ対応に転換させるべき局面にあることも事実である。問題は非常に緩和的だった金融政策のスタンスを修正するにあたり、金融市場に大きな混乱を招かないことと、インフレを抑制することのバランスをどう取っていくかである。とりわけ米国の利上げは、米国の長期金利上昇とドル高の要因になりやすく、それが新興国の金融政策にも大きな影響を及ぼす。既に昨年、通貨安とインフレ高騰への対策として利上げに転じた新興国は少なくない。多くの国で米国の利上げペースと為替動向を気にした金融政策運営が今年も継続されることになろう。

日本

2021年10-12月期のGDP1次速報の公表を受け、経済見通しを改訂した。実質GDP見通しは、2021年度+2.5%、2022年度+3.7%、2023年度+1.6%を見込む。大和総研のメインシナリオでは、まん延防止等重点措置が3月上旬に全面解除され、その後はワクチンの効果や経口治療薬の普及もあり、安定した感染状況が続くと想定している。2022年度はサービス消費を中心に回復し、Go Toトラベル事業の実施やインバウンドの受け入れ再開もあって4%近い成長率が見込まれる。半導体不足の緩和により、0.8兆円程度と試算される国内の自動車の繰越需要の発現が期待されるほか、輸出増も追い風となろう。最大の景気下振れリスクは引き続き変異株の動向だ。新興国等で新たな変異株が出現し、日本などで流行する可能性は今後も十分に考えられる。3月以降の原油価格がメインシナリオに比べて10ドル/バレル上昇するケースを想定すると、2022年度の実質GDPはメインシナリオから0.1%程度下振れする。産出額に占めるエネルギーの中間投入の割合は、石油・石炭製品や電気・ガスのほか、感染拡大で需要が低迷している運輸・郵便業や宿泊・飲食サービス業などで比較的大きい。経済活動の正常化が春から進み始めるとみられるものの、資源高によってこうした業種の業況が悪化する可能性には警戒が必要だ。他方、資源高により家計の購買力は低下するものの、約60兆円（2022年3月末見込み）の過剰貯蓄が影響を緩和するとみている。

米国

2022年1月の物価関連指標が予想を上回り、市場にサプライズをもたらした。インフレ加速が一層進む中で、市場参加者は2022年内に6回程度の利上げが実施されるとの見立てとなっている。そして、利上げが急激に進むとの予想の下で、1年先OISの10年と2年のスプレッドは

足下で逆イールド化しており、市場参加者は景気後退を懸念している。利上げが実施され始めれば、タイムラグを伴いつつ、2022年下半期以降、景気は緩やかに減速していくことが想定される。しかし、出発点となる足下の景気が堅調であること、そして、FOMCが過度にタカ派にならないよう景気に配慮していることを踏まえれば、現時点で景気後退を織り込むのは早計だろう。利上げを過度に恐れず、米国経済の地力を信じる余裕を持つべきといえる。

欧州

コロナ感染の拡大とインフレ圧力の高まりが重しとなり、欧州諸国の1-3月期は総じて低成長にとどまるとみられる。加えて、地政学的要因が大きな下振れリスクとして不確実性を高めている。春に向けてウクライナを巡る緊張状態が和らいでいけば、インフレ圧力の一部が緩和し、4-6月期の景気加速への期待が高まっていくだろう。とはいえ、中央銀行の想定を上回るペースでインフレ率が高まっているのが現実である。ECBは「2022年内は利上げなし」のスタンスからデータ次第の対応にシフトし、BOEは追加利上げを視野に入れている。ただ、いずれも、過度な金融引き締めが景気回復を妨げる可能性を懸念している。悩ましいのは、高インフレの主たる要因であるエネルギー価格の解釈だろう。企業や家計にとって身近な電気料金やガス料金の変化率は、各国でばらつきが大きい。電源構成やエネルギーの調達先、そして政府の関与の仕方等がそれぞれ異なることが背景にある。多種多様な国々が存在する中でユーロ圏の金融政策を決定しなければならないECBは、どこに基準を置くか、慎重になるだろう。

中国

2022年1月の金融統計からは中国政府が景気を下支えする姿勢を鮮明にしていることが読み取れる。1月の社会資金調達金額（経済全体の資金調達額）は前年同月比19.0%増となった。2022年3月5日に、第13期全国人民代表大会（全人代）第5回全体会議が開幕する。大和総研は2022年の政府成長率目標は「5.0%以上」に設定される可能性が高いとみている。「需要の縮小、供給の制約、弱気な予想」の三重苦と評される中、これは決して低くはないハードルである。経済の安定が最優先される中、どのような景気下支え策が打ち出されるのかが注目される。さらに、政府成長率目標の達成の可能性を高めるものとして、「ゼロコロナ」政策と経済・社会活動の両立を図る上海市の取り組みがある。全人代では各地方の分科会が開かれるが、「上海モデル」が全国展開される機運が高まるかどうかにも注目している。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)			(前年比%)								
	2021年			2022年				2023年	2020年	2021年	2022年	2023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	2.4	-2.7	5.4	0.3	7.3	5.0	2.7	1.2	-4.5	2.5	3.7	1.6
米国	6.7	2.3	6.9	2.8	3.4	2.9	2.5	2.2	-3.4	5.7	3.8	2.4
ユーロ圏	9.1	9.4	1.2	1.5	5.8	4.0	2.1	2.0	-6.5	5.2	4.0	2.4
英国	24.6	4.0	3.9	3.5	2.6	1.3	1.3	1.5	-9.4	7.5	4.2	1.6
中国	7.9	4.9	4.0	4.2	5.4	5.8	5.9	5.0	2.2	8.1	5.4	5.0
ブラジル	12.3	4.0	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-4.1	4.2	1.0	2.1
インド	20.1	8.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-7.3	9.0	8.5	7.0
ロシア	10.5	4.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	-2.7	4.7	3.0	2.0

(注1) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。ロシアについては2021年は発表されているが、同10-12月期は未発表。

(注2) 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