

時論

短期楽観、中期警戒の内外経済

2013年は日本経済にとって景気回復の年となった。輸出部門を中心に企業収益が2ケタ増となり、鉱工業生産が上向き、設備投資の先行指標である機械受注も伸びが高まってきた。有効求人倍率は1倍に接近しており、来春の賃上げや賞与増加も相応に実現して個人消費を支えるだろう。輸出数量はややもたついているが、米国経済は順調に回復しており、中国をはじめとする新興国も一頃の勢いは戻らないものの、来年はやや持ち直すと見られ、徐々に上向いていくだろう。

日本経済は、2013年7-9月期のGDPに見られたように、資産効果や駆け込み需要による個人消費、公共投資が牽引役となるという異形の姿から、2014年は民間需要が主導する自律的景気回復色を徐々に強め、消費税率引き上げに伴うギクシャクした動きはあっても、景気回復は持続するだろう。

米国の量的緩和縮小は、新興国には為替安・株安を通じて多少のマイナスの影響を及ぼすものの、米国経済ひいては世界経済の拡大による貿易チャンネルを通じたプラス効果を勘案すれば、新興国の成長経路を大きく下振れさせるほどのインパクトはないだろう。ユーロ圏でも金融市場は落ち着きを取り戻しており、実体経済にもようやく景気底入れの兆しが見え始めた。

このように見ると、やや予定調和的ではあるが、内外経済は2014年さらには2015年まで景気回復が続き、金融環境も安定した状況が続くという展望が描けるようになった。主要国の財政赤字の拡大、超金融緩和によるグローバルマネーの肥大化といったリーマンショックの負の遺産との格闘が続く中、政策当局の努力・工夫・実行力、市場との巧みな対話の賜物と評価して良いだろう。

しかしこうした景気回復や金融市場の落ち着きを支える要素や建て付け、期待の中身を点検すると、「持続可能性が乏しい」という側面が少なからず存在することには留意が必要である。

わが国では、2014年度政府予算案の一般会計が過去最大になったことに現れているように、消費税増税や自然税収増を当て込んだ財政支出圧力が目立っている。財政支出増によって2014年から2015年にかけて景気回復は確かさを増すが、財政再建を後回しにするような財政運営は、現下の財政事情を鑑みれば持続可能性のあるものとは到底言えない。消費財増税による景気の冷え込みを恐れ、8兆円の増税分のうち数兆円を国民に「半返し」するような措置は、日本の財政に対する信認失墜という「倍返し」となりかねない。

また、大規模な金融緩和策も、足元では国債利回りを低位に抑え込み、実質金利低下・円安・株高を通じて景気回復をもたらしているものの、新規発行額の7割に相当する金額規模の国債を、流通市場からではあっても日銀がオープンエンドで購入する手法は、上記の財政運営スタンスと相俟って、市場から「財政ファイナンス」と受け止められかねず、やはり持続可能性には疑問符が付く。

海外に目を転じると、中国が当面、7%台の成長を維持することは内外景気回復の必須あるいは前提条件であるが、これは中国の成長パターンが依然として投資偏重・国進民退から脱し切れないことの表れであり、持続可能性のある7%成長ではない蓋然性も高い。またインド、インドネシア、ブラジル、トルコに対しては漠とした将来の成長期待が根強く、世界からの直接投資は継続している模様だが、ポピュリスト的政策運営によって構造改革はなかなか進んでおらず、経常収支赤字・インフレ・自国通貨安という現状に市場や企業がいつまでも寛容であるとは思えない。

ユーロの銀行同盟実現に向けては一定の進捗を見ているものの、ユーロを巡る問題の根源は、最適通貨圏の条件を満たしていない中で共通通貨を導入したことにある。財政統合に関してはさほどの進展はまだなく、1ユーロも使うことなく金融市場の動揺を鎮めたドラギマジックの効力がいつまで持続するか定かではない。

厄介なのは、上記のような持続可能性が乏しい諸事象は、持続性が損なわれた場合に発現するマグニチュードは高まり続けるであろうということだ。一般に、景気回復には需給・貿易・労働・財政など経済各般における種々の不均衡を修復する力があるが、上記諸事象の持続可能性の乏しさ、それが損なわれた場合のマグニチュードを低減させるには、景気回復の自動修復作用だけでは頼れず、構造改革、規制改革をやり切ることが欠かせない。しかし各国における各課題の克服はいずれも簡単なことではなく、時間もかかる。それまで「持続可能性」が持ち堪えられるだろうか。

以上のように考えると、内外経済・金融環境は短期的には楽観できても、中期的にはテールリスクが残存し、発生確率は徐々に高まっていく—という展開になるのではないか。

(調査部長 金木利公 Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。