

時論

グローバル経済の新たな前提条件

世界の市場関係者が固唾を飲んで見守った米国FRBの利上げは、結局、見送りとなった。インフレ見通しがやや軟調という米国内事情に加え、「米国と諸外国の経済・金融上の関わり合いが相互に大きいことを踏まえると、海外情勢を注視する必要がある」というイエレン議長のコメントからも、中国経済の減速とその影響の拡散がその背景に大きく横たわっていることは明らかであろう。

中国経済の減速をより具体的かつ正確に描写すると、中国経済の何もかもがダメになっているわけではなく、問題の本質は、素材・生産設備型製造業（鉄鋼、石油化学、建設機械等）を中心とする、過剰生産設備の廃棄・縮小という設備ストック調整圧力の急速な高まりであり、そこから追加的に発生する在庫調整圧力であり、設備の過剰度合いが極めて大きいゆえに、上記製造業部門には「投資削減が投資削減を呼び、減産が減産を呼ぶ」ことが長期に渡るといえることである。

このことは、すでに顕在化していることでもあるが、今後しばらくの間（半年程度ではなく少なくとも1～2年）は、グローバル経済・金融環境を見る際には、次のような前提を置いて考えるべきことを意味する。

第1は、資源価格と、アジア市場における素材・生産設備型製造業製品はデフレ圧力を受け続けることである。

粗っぽく表現すると、従前、中国は製造業の過剰投資・過剰生産、資源の暴食により、世界に工業製品デフレ経済と資源インフレをばら撒いたが、今後は、製造業の投資需要不足と減産、資源需要の減少によって、（主として素材・生産設備部門の）工業製品デフレと資源デフレをもたらすということである。

第2は、先進工業国は資源安の恩恵を受け、世界経済の牽引役を果たす一方、新興国・資源国の経済成長やソブリン・クレジットには下押し圧力が増すということである。

中国向け輸出依存度が高いアジア新興国（ベトナム、マレーシア、タイ等）が直接的な影響を受けることはもちろんであるが、中国経済の減速は、資源デフレとともに、今や「BRICs」「NEXT11」「VISTA」ともてはやされた新興国全般への成長期待の剥落につながっており、中国向け輸出依存度が低いインドネシア、ブラジル、トルコでも自国通貨安に伴う物価上昇、政策金利の引き上げ（あるいは高止まり）などにより、成長率に下押し圧力が高まっている。

第3は、グローバル規模で金融市場が不安定化することである。

資源価格下落の恩恵を受ける先進工業国でも一般物価面ではデフレ圧力が増している。このためゼロ金利政策や非伝統的金融政策からの「卒業」が見込まれていた米国FRBは利上げ時期が来年にずれ込む「留年」、伝統的金融政策への回帰が大幅に遅れる「就職難」を余儀なくされる可能性もあり、米国に続く「卒業」を目指していた英国BOEも「事態がどのように進むか明らかでない」旨表明、ECBも追加緩和の可能性を示唆している。

こうして、超金融緩和、超低金利がさらに長引く可能性が高まるとともに、今日の非伝統的金融政策の中核と言えるフォワードガイダンスが効きにくくなり、市場関係者のシナリオも描きにくくなる中では、金融市場では方向感が定まりにくい動きが続くだろう。

では、こうした事態がさらに昂進し、リーマン・ショックやアジア通貨危機ほどではないにせよ、世界同時不況や一部新興国における深刻な状況を招来するのだろうか。その蓋然性は一頃より高まったことは確かであるが、そうした事態を食い止める下記諸要因も存在する。

第1は、中国の素材・生産設備型製造業の投資需要減退を埋める、中国自身と新興国の岩盤需要と先進国の循環需要の存在である。

すなわち、中国の13億人、インドの12億人、ASEAN地域の6億人規模の毎年着実に所得水準が上がり続ける人々の個人消費需要があり、それに応じた同国・地域内の消費財製造業やサービス業の設備投資需要がある。2016年には3%近傍まで成長率が高まると見られる米国経済、9四半期連続してプラス成長を維持し、2015年・2016年とも1%台後半の成長率を達成する見通しのユーロ圏経済は、貿易チャンネルを通じて世界経済の下支え役となることは言うまでもない。

第2は、アジア新興国・地域においては、リーマン・ショック時や米国FRBのテーパリング開始時でも純増を維持した同国・地域向け直接投資が、選別色は強まるものの今後も堅調に推移すると見られることである。この直接投資もやはり上記の岩盤需要を取り込もうとするものであるが、その資金規模は証券投資形態と拮抗するものであり、金融市場におけるグローバルマネー流出の影響を緩和する役割を果たさだろう。

相応に蓋然性があるリスクシナリオは、中国経済の大失速よりも、米国経済の回復基調が一段と強まり、インフレ率も明らかに高まり、FRBがかなりの頻度で利上げを続けるとの観測が台頭し、グローバルマネーの急速な巻き戻しが起こる時ではないか。米国経済の改善もほどほどが望ましいということになる。

日本経済はどうか。景気のコアである企業収益は、中国やアジア向け輸出数量が伸び悩む中でも増益基調が続いてきた。現状程度の円ドルレートであれば企業収益が大きく崩れることはなく、「素材デフレ」「新興国の減速」「金融市場の不安定化」の下でも内需の好循環は崩れず、向こう1~2年は景気回復基調は持続できると見る。

先日、日本国債が格下げになったが、国債金利にほとんど変動は見られなかった。物価状況から見て追加緩和が実施される可能性は高まっており、足元の税収が好調であるためか、財政支出の本格削減の気配もない。こうしたことは目先の景気にはプラスではあるが、余りにもリスク不感症になっていないか、テールリスク発生時のマグニチュードを高めていないか気になるところではある。この点は、稿を改めて考えてみたい。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)