

# 世界のマクロ経済アップデート： 地政学的緊張は成長鈍化を招かず

By The Standish Global  
Macro Committee

Kjetil Birkeland, CFA  
Rebecca Braeu, PhD, CFA  
Cathy Elmore  
Thomas Higgins, PhD  
Nathaniel Hyde, CFA  
Rowena Macfarlane  
Javier Murcio  
Howe Wan

We believe there will  
be light at the end of  
the tunnel.

エグゼクティブ・サマリー

ウクライナの政変で地政学的リスクが高まり、ロシアと西側諸国の緊張に市場の注目が集まっています。しかしながら、ウクライナの経済規模はわずか 1,750 億ドル（名目 GDP ベース）に過ぎず、73 兆ドルの規模を持つ世界経済に大きな影響を及ぼすことはなさそうです。しかも、欧州はエネルギーをロシアに依存しているため、ロシアとの対決姿勢を強めることは望んでいない模様で、米国が制裁以上の措置に踏み込むとも思えません。そのため、弊社は危機がこれ以上高まらないことを基本シナリオとしていますが、この問題は引き続き世界の金融市場を揺るがす原因となる可能性があります。世界の GDP 成長率に関する弊社の予想は変わっておらず、2014 年は 3.5%で、2015 年については 3.7%に加速すると見込んでいます。

UNITED STATES					
	2014	Balance of Risks	2015	Balance of Risks	
Real GDP Growth	2.7%	—	2.9%	—	
Inflation	1.8%	↑	2.0%	↑	

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months  
↓ negative surprise more likely over next six months  
— no bias

2014 年の米国経済は軟調に始まり、消費支出、企業の投資、住宅に関するデータはいずれも期待外れの内容でした。2013 年 10-12 月期の GDP 成長率が消費の下方修正を主因に 3.2%から 2.4%に引き下げられたことも、懸念に拍車をかける要因となりました。しかしながら、厳しい寒波に見舞われた冬が過ぎ、春を迎えるのに伴い、トンネルの出口に明かりが見えてくると考えています。

実際、2月の雇用統計では非農業部門雇用者数が17万5,000人増加し、米国の雇用回復を示す最初の兆しとなった模様です。1-3月期のGDP成長率はトレンドを下回る2%前後にとどまる見込みですが、4-6月期にはすぐに回復すると予想されます。一般的に見れば、弊社は2014年通年の成長率見通しを2.7%のまま変更しておりません。年内には労働市場の改善が賃金の伸びをやや押し上げる見通しですが、物価の安定を損なうものではないと思われま。こうした環境を背景に、米連邦準備理事会（FRB）は量的緩和プログラムを10月までに終える可能性が高く、今後はFRBが短期金利を正常化するタイミングに焦点が移るものと思われま

There are upside risks to the 2014 consensus forecasts

EURO AREA				
	2014	Balance of Risks	2015	Balance of Risks
Real GDP Growth	1.2%	—	1.0%	—
Inflation	0.7%	↑	1.2%	↓

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months    ↓ negative surprise more likely over next six months    — no bias

2月のユーロ圏購買担当者景気指数（PMI）は強弱が入り混じる内容となりました。フランスよりもドイツのPMIが好調でしたが、世界の金融市場が不安定な動きとなったほか、米国の猛烈な寒波が世界の製造業の生産の足を引っ張ったことから、ドイツでは製造業PMIがサービス業PMIを下回りました。今後については、多くの信頼感関連指標が第2四半期に景気が拡大する見通しを示しています。弊社では、2014年の成長率はコンセンサス予想の1.0%を上回る可能性があると考えています。ユーロ圏の今年の実質GDP成長率は1.2%となる見込みですが、2015年はフランスとスペインで再び緊縮財政による悪影響が現れるほか、実質マネーサプライの減少がタイムラグを伴って内需を圧迫すると見られるため、1.0%に鈍化すると予想されます。また、銀行が利益を手元に保持し、今年のアステクテストに備えて資産の質を良く見せるため長期流動性供給オペ（LTRO）で借り入れた資金を欧州中央銀行（ECB）に返済していることから、信用を巡る動きも景気を圧迫する要因となっています。ECBは自らのバランスシート縮小を容認しましたが、レバレッジ縮小サイクルが続く局面では、そうした措置は過ちだと思われま。ECBは再びバランスシートの拡大に乗り出すでしょうが、その時期は2014年下半期にインフレ率がゼロ%に向けてさらに低下してからになりそうです。

UNITED KINGDOM				
	2014	Balance of Risks	2015	Balance of Risks
Real GDP Growth	2.6%	—	2.5%	—
Inflation	2.2%	—	2.2%	↑

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months	↓ negative surprise more likely over next six months	— no bias
--	--	-----------

英国では力強い成長トレンドが続いており、成長の中身も改善している模様です。2013年10-12月期のGDP成長率改定値は前期比0.7%のまま修正されませんでした。内訳をみると、予想外の好調な動きが見られました。固定資本形成が建設や機械など設備投資の増加を受けて前期比2.4%拡大したのです。比較対象となる数値が比較的低かったことや在庫積み上げが伸び率を押し上げたことは確かですが、固定資本形成の高い伸びは、それまで家計消費に大きく依存していた成長が広がりを見せている可能性を示しています。そのため、弊社はこの動きが持続するかどうかを注視していく方針です。高水準にある企業の景気信頼感、力強い雇用拡大にもつながりました。実際、英中銀のイングランド銀行が2月のインフレ報告の中でフォワード・ガイダンス戦略を失業率という単一の指標ではなく、様々な定量的指標に基づく曖昧なガイダンスに修正したのは、失業率が2013年6月の7.8%から12月には7.2%に急低下したことが理由です。その措置は政策金利が直ちに引き上げられる可能性があるという市場の見方を牽制することが目的ですが、金融政策委員会の外部メンバーによる最近のコメントからは、2015年初めから利上げが始まる可能性を読み取ることができます。

Chinese data releases have been mixed over the past month.

CHINA				
	2014	Balance of Risks	2015	Balance of Risks
Real GDP Growth	7.2%	—	7.0%	—
Inflation	3.0%	↓	3.2%	—

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months	↓ negative surprise more likely over next six months	— no bias
--	--	-----------

過去1ヶ月に発表された中国の経済指標は強弱まちまちでした。PMIは低下しましたが、信用供給や貿易に関するデータは概ね予想を上回りました。これらのデータは旧正月に伴う季節要因で著しく歪められているため、短期的なマクロ経済見通しについて判断するには、3月中旬までのデータを見極める必要があります。中国人民銀行(PBoC)が発表した最新の金融政策報告は、金利の上昇や不安定な動きは金融自由化に伴う自然な結果であるという政策当局者の見解を裏付けるものでした。しかも、それは信用やマネーの伸びが過度に加速するのを防ぐ効果があります。そのことは、PBoCが現在の高い金利水準を容認し、引き締めバイアスを維持する可能性が高いことを示しています。金融政策は昨年と比べ引き締め方向が続く見通しで、今年のGDP成長率が7.2%に鈍化するという弊社の見通しに変わりはありません。過去数ヶ月のインフレ率も成長鈍化を受けて軟調に推移しているため、今年のインフレ率は弊社見通しの3%を下回る可能性があります。その結果、PBoCには流動性を注入する余地が生まれており、それは成長が想定以上に鈍化した場合に景気を支える要因となるでしょう。

**No major Latin American economy is expected to dip into recession.**

JAPAN					
	2014	Balance of Risks	2015	Balance of Risks	
Real GDP Growth	1.5%	↓	1.4%	↑	
Inflation	3.0%	↓	2.2%	-	

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months    ↓ negative surprise more likely over next six months    - no bias

日本経済はこれまでほどではないにせよ、依然として明るい見通しが続いています。2013年10-12月期のGDP成長率(速報値)は年率1%にとどまり、市場予想の2.8%を大幅に下回りました。この数字はやや期待外れですが、基本的なデータは悪くなく、民間部門の内需が力強く拡大したのに対し、外需は全体の成長を圧迫しました。外需が不振だった主因は、4月1日の消費税率引き上げを控えて輸入消費財に対する需要が旺盛だったことや、アジア向け輸出がいつになく低調だったことです。弊社は引き続き、4-6月期は消費が鈍化し、7-12月期も緩慢な成長が続くと予想しています。その見通しに対するリスク要因の一つは、企業の固定資産投資が鈍化する可能性があることです。日本の主要企業の多くは海外で積極的な事業活動を展開しているため、海外子会社への投資拡大が国内の投資を短期的に押し下げる可能性があるほか、輸出にとっては長期的なリスク要因となっています。安倍首相は現在も高い支持率を維持していますが、安倍政権は政策の主要課題を経済問題から地政学的な問題にシフトした模様です。アベノミクスが長期的に成功できるかどうかは、安倍政権がもっと積極的に構造改革を推進できるかどうかにかかっています。

LATIN AMERICA					
	2014	Balance of Risks	2015	Balance of Risks	
Real GDP Growth	3.2%	↓	3.6%	↑	
Inflation	6.4%	↓	5.7%	↓	

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months    ↓ negative surprise more likely over next six months    - no bias

中南米では1-3月期の世界的なリスク回避傾向により、予想されていた景気回復時期が後ずれする見込みです。市場のボラティリティが落ち着くまでは、内需の拡大や純輸出の加速は期待できそうにありません。それでも、中南米の主要国はいずれも景気後退に陥る事態は回避できそうです。個別の大きな問題を抱えているアルゼンチンとベネズエラを除けば、インフレ率は大半の国で落ち着いて推移する見込みです。資産価格は大幅に下落しましたが、その割安な価値が注目されるのは、先進国や他の新興国の堅調な経済データを受けて市場がある程度の期間、安定を取り戻してからになるでしょう。

EASTERN EUROPE (INCLUDING TURKEY)	Balance of Risks		Balance of Risks	
	2014		2015	
Real GDP Growth	2.6%	↓	2.9%	-
Inflation	3.8%	-	4.1%	-

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months    ↓ negative surprise more likely over next six months    - no bias

中東欧（CEE）諸国の景気が回復しています。ポーランドでは2013年10-12月期のGDPデータで、純輸出が成長に着実に寄与しているばかりでなく、内需も拡大していることが示されました。民間消費の伸び率は7-9月期の前年比1.0%から、10-12月期は2.1%に加速しました。投資の伸び率も前年比0.6%から1.3%に拡大しました。ポーランド経済は輸出と内需の双方に支えられ、上昇モメンタムが続く見込みです。インフレ率はやや高まるでしょうが、基本的なインフレ圧力は年内いっぱい落ち着いて推移すると見られます。

トルコの経済や資産市場の見直しにとって、引き続き政治問題が陰りをもたらしています。エルドアン首相が息子に巨額の現金を隠すよう指示したとされる映像がユーチューブで流されたことから、同首相に対する政治的圧力が高まりました。エルドアン首相は事実無根だと反論し、映像は偽物であり、自分を権力の座から追い落とそうとするギュレン運動の企みだと主張しています。今のところ、真実は明らかになっておりません。はっきりしているのは、政府が司法当局や警察、インターネットに対する規制を強化していることです。3月末に行われる地方選挙は、エルドアン首相が今なお国民から支持されているかどうかを判断する重要な材料となるでしょう。

経済面では、経常収支改善が進む兆しが多少なりとも現れ始めており、トルコにとって海外から資金を調達する必要性が和らぐ見込みです。経済成長は鈍化しつつあり、今年の成長率はわずか1.8%にとどまると予想されます。一方、輸出は上向き始めており、1月の輸出は前年比6.8%増加しました。

We believe underlying inflationary pressures will remain muted through this year.

SOUTH AFRICA			Balance of Risks		Balance of Risks
	2014			2015	
Real GDP Growth	2.9%	↓		3.4%	—
Inflation	6.0%	—		6.0%	—

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months    ↓ negative surprise more likely over next six months    — no bias

南アフリカ政府は新たな予算を発表しましたが、市場はそれに対して好意的な反応を示しました。今年及び来年から2年間の財政赤字は、昨年10月の中期財政政策報告で概要が示された水準を若干下回ると予想されています。南アフリカ政府は2014/2015年の財政赤字について、対GDP比4.0%になると見込んでおり、2015/2016年は3.6%に低下するとの見方も出ています。困難な経済環境に直面し、年内に選挙を控えて政治的圧力が高まっている中においても、財務省が財政再建を継続する意向を示しているのは心強いことです。経済成長に関して言えば、2013年10-12月期の成長率は年率3.8%に加速しました。特に堅調だった製造業や鉱山セクターが成長の牽引役となりました。製造業セクターの回復は、7-9月期の生産を阻害したストライキが終わったことも一因です。2014年通年の成長率は2.9%となる見込みです。

RUSSIA			Balance of Risks		Balance of Risks
	2014			2015	
Real GDP Growth	2.2%	↓		2.5%	—
Inflation	5.6%	—		5.0%	—

Source: Standish as of March 4, 2014

↑ positive surprise more likely over next six months    ↓ negative surprise more likely over next six months    — no bias

ロシアでは昨年の成長率が平均以下にとどまった後、2014年初めも低調な経済指標が続いています。1月の鉱工業生産が再び減少したほか、企業の景気信頼感は依然低迷が続き、小売売上高は2010年初め以来の低水準に落ち込みました。こうした低成長に加え、インフレ率が高水準で推移し、ルーブル相場が軟化していることから、ロシア中銀は政策金利を150ベースポイント引き上げました。年初からのルーブル安はインフレ率を0.5%ポイント押し上げる見通しで、1月の総合インフレ率は6.1%と、年末の目標水準をすでに大幅に上回っています。ロシアがウクライナのクリミア半島に侵攻したことを受け、欧米がロシアへの制裁を警告していることから、投資家の間でロシアの経済成長が失速するのではないかと懸念が高まっています。

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社  
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号  
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会  
一般社団法人 日本投資顧問業協会