

2019年8月2日 全5頁

# 新興国経済ニュースレター（2019年8月）

## 再度の「金融緩和 vs 米中摩擦」

経済調査部長  
児玉 卓

### [要約]

- 再度世界は米国から金融緩和という飴と対中圧力という鞭を与えられた格好だ。鞭の痛みは警戒しておくべきだが、必ずしも振り下ろされるとは限らない。一方、飴の甘さもいつまでも続くものではないかもしれない。金融市場は米国を起点とした金融緩和の実体的効果を過大評価してきた可能性があり、その反動が世界経済、特に新興国には脅威となり得る。
- 中国が直面するのは製造業の競争力を支える諸条件の悪化であるが、より長期的には、「投資から消費へ」という戦略が破たんしつつあるという側面がある。投資偏重は正のための最低賃金引き上げが、世界の工場の寿命を縮めてしまった。それが現在の政策的ジレンマを深めてもいる。

### 再度、米国が世界を揺さぶる

FRBによるおよそ10年ぶりの利下げの翌日、トランプ大統領が対中関税「第4弾」の発動方針を表明した。利下げを誘導することで、景気や株価に保険を掛けながら、選挙民に受けの良い中国への「強面」を見せつけるという合わせ技だろうか。トランプ氏は利下げ後もFRBに対する批判的な態度を崩していないが、自らの強面戦略が株価下落などを引き起こした際にはFRBを悪者に仕立て上げる魂胆なのかもしれない。

当たり前だが、世界経済にとって利下げは善だが関税は悪だ。米国のハト派化は少なからぬ新興国の利下げの起点となり、9月にはECBも金融緩和に動く予想されている。これは現実起こっていることだ。一方、米国の対中関税はトランプ氏の意向次第で、今後如何様にも変わり得る。警戒を解くべきではないものの、現時点で悲観に走りすぎることは避けるべきとも考えられよう。

### 世界経済見通し下方修正の中で・・・

ただし、ひとつ気にしておくべきことがある。それは金融市場がFRBの利下げの実体的効果を過大評価してきた可能性があることだ。

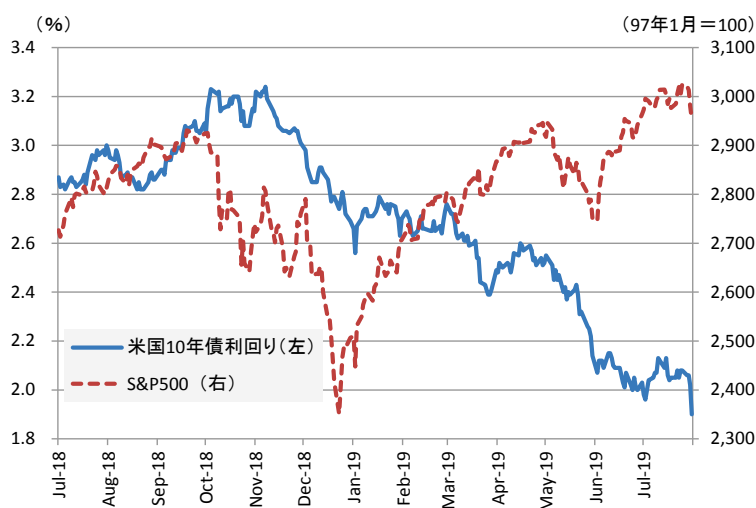
例えば、7月下旬に発表されたIMFの世界経済見通し改定版では、2019年、2020年の世界全体の成長率見通しが3.2%、3.5%と前回(4月)からそれぞれ0.1%pt引き下げられた。ちなみに、昨年7月の見通しでは2019年の成長見通しは前年から横ばいの3.9%であった。2019年に関しては、1年かけて0.7%pt下方修正されてきたことになる。

通常、下方修正は金融市場に嫌われる。経済見通しの下方修正は、前回予想時点で想定されていなかった悪材料が顕在化することで行われるからだ。もちろん、IMFが下方修正する時点で、その背景になった悪材料は市場で織り込み済みであろうから、経済見通しの修正が株価を引き下げるということは余り考えなくて良い。しかし、過去1年は(IMFが真つ当な予想者であれば)、ダウンサイドリスクが次々に顕在化した1年だったということであり、金融市場も総じて経済の下方リスクを織り込みながら推移してきたはずである。しかも3.2%という成長率はリーマン・ショック後の2009年以来の低い伸びである。

だが、実際の金融市場は、以上のようなシナリオに沿った動きを示しては来なかった。米国株価は昨年後半には顕著な下落を見せたものの、後、回復に転じ、時に米中摩擦にかかわる悲観論が台頭しながらも現在では史上最高値圏にある。あえて言えば、ドル金利の低下が一部景気見通しの悪化を反映しているようにみえなくもないが、株価回復と考え合わせれば、FRBの金融緩和転換の効果が实体经济にかかわる悪材料の噴出効果を上回って、株価を押し上げ、金利を引き下げてきたのがこの1年の大まかな流れであったとみることができよう。しかし実際のところ、金融緩和は实体经济の下方圧力をすべて押し返すに足る強力な効果を有しているのだろうか。或いはそうではなく、臭いものに蓋をするかの如く、金融市場が实体经济の悪化を十分に織り込んでいないという可能性はないだろうか。

言い換えれば、最近の金融市場はいささか「いいとこ取り」が過ぎるのではないか、ということだ。例えば、強権エルドアン大統領が中銀総裁を更迭したトルコでさえ、通貨、株価は堅調である。トランプ米大統領のFRBへの介入も、金融市場は歓迎しているようにみえる。このような事例が、現在の金融市場の在り方の持続性への懸念を抱かせる。

図表1 ドル長期金利と米国株価



(出所) FRB、Haver Analytics より大和総研作成

IMFの世界経済見通しに立ち返ると、世界経済は2019年を底に2020年の成長率は回復するとされている。しかし、IMF自身認めているように、そのシナリオには盛り沢山の下方リスクが存在する。中でも危うく感じられるのは、米国が財政拡張効果の剥落などから成長率を減速させ（19年2.6%→20年1.9%）、先進国全体の成長率も鈍化する（1.9%→1.7%）中で、新興国経済が回復し（4.1%→4.7%）、世界経済の成長回復をけん引するというシナリオの妥当性である。

振り返れば、2000年以降で、先進国の成長率が鈍化する中で新興国が加速したケースは、2007年と2016年の2回しかない<sup>1</sup>。しかも、その内2016年は2014年以降の資源価格急落のあおりで、中東産油国やロシアなどの経済が壊滅的に悪化した2015年の反動で、これら地域の成長率がある程度「マシ」になったことで新興国全体が押し上げられた。相当に厚みのある内需を育ててきた中国を除けば、総じて新興国経済は外部環境次第の状況から脱していない。グローバル化の進展により、世界景気の同時性が強まっているということでもあろう。こうした中、如何に新興国を牽引役とした世界経済回復が実現するのであろうか。

当たり前だが、この疑問は、既述の「金融市場が実体経済の悪化を十分に織り込んでいない」のではないかという疑問とも無関係ではない。仮に経験則が打ち勝つ格好でIMFの予想が外れ、世界経済の減速が2020年にかけて続いた場合、FRB、及びそれに触発された各国中央銀行の緩和モードが、実体経済と金融市場のかい離をいつまで正当化し続けることができるかという問題の切迫度が増すということだ。この点は特に、「外部環境次第」の新興国には重要である。金融市場が実体経済にさや寄せされる格好で不安定性を強めれば、新興各国は資本流出圧力に見舞われ、金融緩和モードは撤回を余儀なくされよう。金融政策の自由度に着目すれば、新興国は先進国よりも、2020年にかけてむしろ不利な状況におかれる可能性も低くはない。

## 中国のジレンマ

金融市場が織り込み切れていない実体的な下方リスクの中でも、最も注意しておきたいのが中国である。中国といえば、対米摩擦の波及効果、輸出数量の減少、世界の工場としての地位の劣化がもたらす投資の減少などに焦点が当てられている。実際、このところ製造業の設備投資は停滞感を強めているが、企業の投資活動が状況変化とそれを受けた意思決定などの時間的ラグを伴うことを考えれば、こうした動きは今後、一段と深刻化する可能性がある。米国の「第4弾」が実現ということになれば、「中国悲観論」が蔓延し、かつてのチャイナ・ショック時同様、金融市場を波乱に陥れる可能性さえあろう。

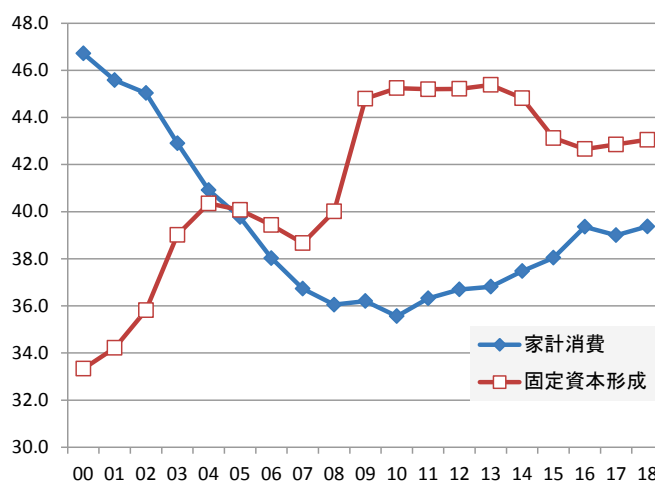
表層的にみれば、中国が直面しているのは製造業の競争力を支える諸条件の悪化ということになるのだが、より長期的には、「投資から消費戦略」の破たんのみならずのが適当であるように思われる。かねて、中国の投資率の異常な高さが問題視され、投資偏重から消費中心の経済構造への転換の必要性が叫ばれてきた。これを後押しするために政策的に継続されてきたのが、各地方政府による（中央の意向を忖度した）最低賃金の引き上げであった。しかしこれが、人

<sup>1</sup> 同方向が15回、先進国加速・新興国減速が2回（2000年から2018年の19か年）。

人口ボーナスの終焉に伴う労働供給ペースの鈍化と相まって、賃金、ひいては単位労働コストの急上昇をもたらし、製造業の競争力を低下させてきたと考えられる。ここに対米摩擦の深刻化が上乘せされる格好で、企業の中国離れが進み始めているのが現状であろう。経済発展段階で先行するアジア諸国の経験を踏まえれば、人口ボーナス期が終われば放っておいても高度成長は終わる。高度成長が終われば投資率の上昇は止まる。中国は政策的に、自らその時期の到来を前倒ししてしまった可能性がある。

こうした事情が、現在の中国の政策的ジレンマを深めている。製造業の退出が中国経済の下方リスクを高めている今、最低賃金引き上げによって消費を支えるという手は使いにくい。昨年来の所得税減税などは、そうした制約の中での苦肉の策である。一方、投資率の上昇は確かに止まった。しかし、その水準は今でも非常に高い。それは既述のように、政策的な消費刺激に厳しい限界がある中で、インフラ投資等への依存が強まっている結果である。そして、対米摩擦が長期化する中で、政策的投資への依存は今後より鮮明となる可能性がある。しかもそれは、中国の事実上の公的債務膨張の過程でもあり、それを嫌えば景気失速のリスクが高まる。まとめていえば、ソフトランディングへの道のりが著しいナローパスになってしまっているということだ。こうしたチャイナ・リスクとそのグローバルなインパクトを、金融市場は今後も看過し続けるのであろうか。

図表2 中国GDPに占める消費と投資のシェア (%)



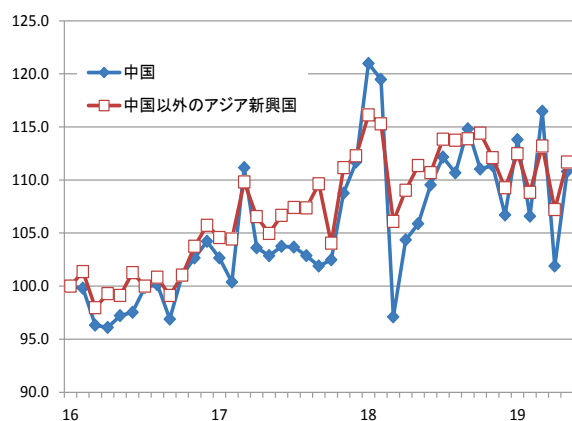
(出所) 中国国家统计局、Haver Analytics より大和総研作成

なお、製造業企業の中国からの退出が、他国への生産拠点のシフトを意味するのであれば、中国にとっては困ったことである一方、世界経済的にはダメージは限定的ということになる。実際、個別企業ベースではベトナム等への拠点移管のニュースがメディアを賑わせている。

しかし米中摩擦は、貿易環境の不透明感を強めることで、トータルの投資を萎縮させる可能性がある。いびつながらも巨大な内需を有する中国の景気悪化は、当然ながら貿易等を通じて周辺国に波及する。図が示すように、中国の数量ベースの輸出入は周辺アジア新興国と極めて

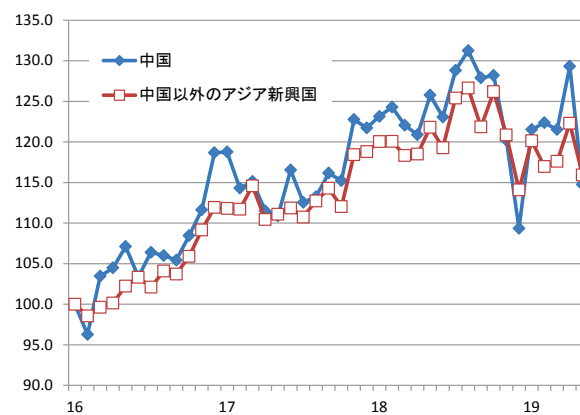
高い同調性を示している<sup>2</sup>。米国は中国の世界経済からのデカップリングを目論んでいるようだが、周辺アジア諸国に関しては、見事なカップリングが継続している。少なくとも現在のところ、米中摩擦と中国経済の悪化は、周辺国にとって「道連れ効果」が「漁夫の利効果」を上回るということだ。

図表3 アジアの輸出数量



(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成

図表4 アジアの輸入数量



(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成

<sup>2</sup> ここでの「中国以外のアジア新興国」は、香港、インド、インドネシア、韓国、マレーシア、パキスタン、フィリピン、シンガポール、台湾、タイ。