

怖いのはドル金利の上昇ではなく下落

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

このところの世界的な株価下落がドル金利の上昇を主因とするものであれば、長くは続かないだろう。より警戒すべきは、ドル金利の「下落」と株安との併存である。ドル金利の上昇は、米国経済の強さという裏付けを持ったものであり、それが失われた時、世界経済は米国独り勝ちから、けん引役不在の状況に移行する。株安の要因が金利から世界的な景況感の悪化に変化するのである。その際には、為替市場の最強通貨がドルから円（およびスイス・フラン）に代わると考えられるが、現状、円高圧力はさほど高くない。ドルの強さは健在であるようにみえる。米国景気への楽観が崩れつつあるわけでは恐らくなく、局面転換への時間的猶予はまだあろう。ただ、循環的な成熟化が進んだ米国が世界経済のけん引力を一層高めていくというシナリオはないものねだりに他ならず、いち早く減速過程に入った中国やユーロ圏が米国にとって代わる見込みも立ちにくい。米中貿易戦争の生産効率阻害効果、需要抑制効果などが顕在化するにつれ、世界経済けん引役不在局面の到来の蓋然性は増してくる。金融市場は近くしばし小康を得ると考えたいが、中期的には警戒を要する局面が続くとみざるを得ないだろう。

日本

生産年齢人口比率がピークアウトした2010年を転換点として、中国は「世界の工場」としての高度成長期を終えている。そして経済の量的な拡大が見込めなくなった中国は生産性の向上に着手し始めた。その代表例が「中国製造2025」であった。これに対し、オバマ退出後の米国は、中国による覇権への挑戦を阻止すべく動き始めた。中国による覇権奪取を阻止する一つの手段は軍事政策だが、それを支える経済力を維持・拡大するうえで、減税と関税が大きな意味をもつことになる。また、冷戦は消耗戦である。消耗戦を優位に戦う上では兵糧が重要となるが、これは同盟諸国から徴収されることになる。日本は米国内における自動車産業の投資を、EUは関税の引き下げを、カナダ・メキシコは米国内生産比率の向上を、それぞれ容認した。しかしそこに、中国の突破口の一つ（中国との互惠関係構築により同盟関係を揺さぶる戦略）が存在するとも言えよう。

米国

超党派の選挙分析サイト“The Cook Political Report”による分析では、11月6日の中間選挙では、上院で共和党が過半数を維持する一方で、下院では民主党が過半数を獲得し、4年ぶりに「ねじれ議会」が発生すると予想されている。その場合、両党が対立する法案の議会通過は困難になるとみられ、政策の停滞が見込まれる。また、予算未成立による政府機関の一部閉鎖といった事態はこれまで以上に起こりやすくなるだろう。民主党が両院で過半数を獲得した場合、議会では民主党寄りの政策が推し進められることになるだろう。しかし、上院での議事妨害や大統領の拒否権発動によって、トランプ政権のこれまでの実績を覆すような法案が成立する可能性は低いと考えられる。一方、共和党が上下院とも過半数を握った場合、トランプ大統領は、

これまで達成できなかった公約の実現を目指すことになる。その1つにインフラ投資があるが、連邦財政の悪化から、大型インフラ投資が実行される蓋然性は高くない。選挙の結果にかかわらず、トランプ大統領が大統領権限を駆使して政策を進める方針は維持されるとみられる。その代表例とも言える通商政策を巡る不透明感は、中間選挙以降も続くことになる。

欧州

ユーロ圏では底堅い景気拡大が続いているとみるが、米国と中国の貿易摩擦、新興国の景気減速など外部要因に加え、Brexit交渉の難航、財政懸念に伴うイタリア金利上昇など欧州内にも先行きの不透明感を高める材料が目白押しとなっている。EUの規制変更に伴う自動車生産の急減は9月に解消に向かったが、中国を筆頭に新興国向けの輸出の伸び悩みが目立ってきた。消費者信頼感の低下傾向も加速している。ECBが「出口戦略」を遂行できるかは、今後の景気とインフレ動向次第であり、手探りの金融政策となると予想される。英国経済は7月、8月に成長率が加速した模様である。ただし、英国とEUとの離脱交渉の合意は、12月半ばに先送りとなった。2019年3月29日の離脱期限まであと半年を切ってもなお、どのように決着するか明確でないことに対して、強硬離脱派、穏健離脱派、さらにはBrexit撤回要求派がそれぞれ不満を強める展開となっている。BOEは「大きな混乱なくEU離脱が実現」すれば追加利上げに動くと予想されるが、Brexitの先行きが見通せるまで、動くことは難しいだろう。

中国

株価が大きく下落し、マイナスの資産効果による消費への悪影響も懸念される中、金融証券分野を管轄する3閣僚に加え、習近平国家主席の経済ブレーンである劉鶴・副首相が、「株価は良好なファンダメンタルズからかけ離れた歴史的な低水準にある」等のコメントを一斉に行った。これを好感して株価は短期的に大きく反発したが、口先介入だけではその持続性は期待し難い。今後は政府のサポート策によって、経済の減速に歯止めが掛かることが、株価の本格回復の前提条件となる。国家統計局によると、7月～9月の実質GDP成長率は前年同期比6.5%と、1月～3月の同6.8%、4月～6月の同6.7%から減速した。今後、外需の不透明感が増す中で中国の景気は減速しようが、そのペースは緩やかなものになるとみている。10月～12月以降は所得税減税が消費をある程度下支えし、地方政府特別債券発行による資金調達の増加を呼び水に、インフラ投資の底打ち・回復への期待も高まろう。実質GDP成長率は2017年の前年比6.9%から、2018年は同6.6%程度、2019年は同6.4%程度へと緩やかに減速すると予想している。

主要国実質GDP見通し<要約表>

	(%)								(前年比%)			
	2017年				2018年				2016年	2017年	2018年	2019年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	(日本は年度)			
日本	2.7	2.0	2.3	0.9	-0.9	3.0	1.0	1.1	1.2	1.6	1.2	0.8
米国	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.1	2.4	1.6	2.2	2.8	2.5
ユーロ圏	2.7	2.8	2.7	2.7	1.6	1.8	1.5	1.6	1.9	2.4	2.0	1.6
英国	1.8	1.0	1.4	1.5	0.4	1.6	2.0	1.6	1.8	1.7	1.3	1.2
中国	6.9	6.9	6.8	6.8	6.8	6.7	6.5	N.A.	6.7	6.9	6.6	6.4
ブラジル	-0.0	0.4	1.4	2.1	1.2	1.0	N.A.	N.A.	-3.5	1.0	1.3	1.2
インド	6.1	5.6	6.3	7.0	7.7	8.2	N.A.	N.A.	7.9	6.2	7.7	7.5
ロシア	0.6	2.5	2.2	0.9	1.3	1.9	N.A.	N.A.	-0.2	1.5	1.7	1.5

(注) グレー部分は予想値、それ以外は実績値。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