

金融市場は世界経済の減速を織り込み切ったのか？

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

パウエル FRB 議長が利上げ継続に慎重な姿勢を示したことをきっかけとして、金融市場の荒波はやや鎮まり、足元では世界的に株価も反発している。しかし、その持続性は慎重にみるべきだろう。既に、グローバル経済の焦点は、金利から景況感に移行している。中国では、高度成長から中速成長への移行をソフトランディングさせる上で重要な役割を果たしてきた家計消費が、これまでにない落ち込みを示している。米国でも企業の景況感が悪化し始めた。その一因は米中貿易戦争にあるとみられるのだが、自国景気の本格的な悪化を回避するためにも保護貿易主義は得策ではないという当然の理屈が必ずしも通用しない現在の米国政治のありようが、同国の政策と経済の先行きを著しく見通しにくくしている。企業の景況感の悪化がより深刻化したとき、それを食い止める上で FRB にできることはあまりない。そして、米中にダウンサイド・リスク満載の中、輸出依存度の高い欧州が立ち直りのきっかけをつかむことも困難であるように見える。IMF などは世界経済見通しを下方修正しているが、各種の予測機関、そして金融市場が世界経済のダウンサイド・リスクを十分に織り込んでいない可能性があることは踏まえておくべきだろう。繰り返される下方修正と、その根拠となるネガティブサプライズが、金融市場を揺るがす状況がしばらく続く懸念がある。

日本

現在発生している日本経済減速の背景はシンプルだ。2017 年に揃っていた二つの好材料が剥落したにすぎない。まず、一つ目の好材料であった在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつある。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。加えて、もう一つの好材料であった輸出の増加は、世界経済の減速を反映する形で頭打ちの様相を呈している。そして世界経済見通しの下方修正は、現在も続いている。世界経済に関しては、FRB の金融政策が景気後退のトリガーを引くリスクの筆頭格であることは疑いの余地が少ないだろう。過去の拙速な利上げを受け、景気後退のサインとなる長短金利の逆転が近づいている。また、既に過去のバブル期の水準を上回っている米国企業の債務レバレッジを抑制する目的で保有資産の圧縮が進められているが、この政策は当面継続する。社債コストの上昇を受けたクレジットサイクルの「逆回転」が発生するリスクが現実味を帯びてきた。

米国

2018 年 12 月 22 日から始まった政府機関の一部閉鎖は開始から 1 ヶ月が経過した。政府閉鎖によって、およそ 80 万人、米国の就業者全体の約 0.5% が給与を得られない状況にあり、これによる個人消費への悪影響は避けられないだろう。また、政府機関の一部で機能が停止していることで手続きが滞り、民間部門の活動にも支障を来している。1 月 16 日にトランプ大統領は、政府閉鎖終了の際には対象となる政府職員に対して、過去に遡って給与を支払うことを定める法案に署名した。このため、政府閉鎖が終了すれば、悪影響から回復に向かうことが見込まれ

る。ただし、政府閉鎖が長期化すればするほど、一時的とはいえその悪影響が大きくなるとみられ、そこからの回復にも長い時間を要することになる。さらに、トランプ政権・共和党と民主党の対立の激化は別の問題を引き起こす可能性がある。現在、適用が停止されている連邦政府の債務上限は、3月2日から再開される。政府閉鎖を巡る議論のもつれを見る限り、債務上限についても共和・民主両党による駆け引きが行われる可能性が高く、米国債の格下げリスクや、それに伴う金融市場の変動などへの警戒が必要である。

欧州

ユーロ圏の企業景況感は米中の貿易摩擦の激化、新興国の景気減速を背景に2018年年初をピークに悪化傾向にあるが、年末には消費者信頼感も明確に悪化した。家計所得拡大と原油価格下落という消費の下支え要因はあるものの、ユーロ圏の成長率は2017年の+2.4%から減速傾向をたどると予想される。2018年の+1.8%（推計値）のあと、2019年と2020年は共に+1.4%成長を予想するが、景気下振れリスクが高まっていると考えられる。ECBは2019年秋以降に政策金利の引き上げをもくろむが、企業と消費者の景況感が好転しない限り、利上げは2020年以降に持ち越しとなる。英国では「合意なしの離脱」の可能性が高まった2018年末に景況感は明確に悪化し、景気の減速を示唆している。英国下院が2019年1月15日にメイ首相がEUと合意した「離脱協定案」を大差で否決したことで、EU離脱の行方はますます混沌としてしまった。メイ首相、英国議会、そしてEUはいずれも「合意なしの離脱」を回避したいと考えており、3月29日の離脱期限が延長される可能性が高まっているが、時間切れとなるリスクも残る。

中国

国家統計局によると、2018年の中国の実質GDP成長率は前年比6.6%（以下、変化率は前年比）となった。2017年の6.8%から低下したものの、政府が目標に掲げていた6.5%前後を達成した。経済のサービス化が進む中、中国経済は長期的なダウントレンドのさなかにあるとの認識に立てば、28年ぶりの低成長という事実にあまり大きな意味はない。とはいえ、大きな景気減速は避ける必要がある。3月5日に開幕する全国人民代表大会では2019年の政府成長率目標は6.0%～6.5%と、2018年の6.5%前後から引き下げられる可能性が高い。財政・金融政策には、打てる手が残されており、景気の大きな下振れは避けられよう。大和総研は2019年の実質GDP成長率を6.2%程度と想定している。

主要国実質GDP見通し<要約表>

	(%)				(前年比%)				(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	3.3	2.1	2.7	1.5	-1.3	2.8	-2.5	3.8	0.9	1.9	0.9	0.8
米国	1.8	3.0	2.8	2.3	2.2	4.2	3.5	2.5	1.6	2.2	2.9	2.6
ユーロ圏	2.7	2.7	2.7	2.7	1.5	1.7	0.6	0.9	2.0	2.4	1.8	1.4
英国	1.7	1.0	2.1	1.6	0.3	1.7	2.5	0.9	1.8	1.8	1.4	1.2
中国	6.8	6.8	6.7	6.7	6.8	6.7	6.5	6.4	6.7	6.8	6.6	6.2
ブラジル	0.1	0.6	1.4	2.2	1.2	0.9	1.3	N.A.	-3.3	1.1	1.1	0.9
インド	6.1	5.6	6.3	7.0	7.7	8.2	7.1	N.A.	7.9	6.2	7.5	7.2
ロシア	0.6	2.5	2.2	0.9	1.3	1.9	1.5	N.A.	0.3	1.6	1.8	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