

世界経済が直面する再度のスロートレード？

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

2019年の世界経済が昨年よりも減速するという見方がコンセンサスになる中で、米国を中心に株価の回復が継続している。新興国通貨の強さも目立っており、グローバル金融市場は「リスク・オン」的状況にある。金融市場が実体経済に先駆けて変動するとみれば、足元の景況感や当面の景気見通しと市場の動きが乖離をきたすこと自体に不自然さはない。ただ、現在の市場が当面の世界経済停滞の後に来るであろう景気回復を織り込みつつあるとみることには躊躇を覚える。例えば、オランダ経済政策分析局によれば、昨年11月の世界貿易数量は前年比0.7%と、およそ2年ぶりの低い伸びにとどまった。合わせて世界の鉱工業生産の伸びも顕著に減速している。貿易と景気との足の引っ張り合いが、現時点で市場が織り込み切れていない、世界景気の悪化をもたらす可能性は排除できない。一方、市場の改善が実体経済を癒すというルートも確かに存在し得る。特にこの点は新興国には重要であろう。通貨安圧力から解放された新興国が引き締めモードを解除し、一頃よりは景況感が改善する可能性が生まれている。しかし、新興国としては、このような僥倖の継続にベツト、安住するのではなく、比較的緊縮的な財政政策、過度な緩和を排除した金融政策を堅持し、想定以上の世界経済の減速とそれに伴う景況感の悪化、金融市場の「リスク・オフ」化に備えることが肝要であると思われる。

日本

2018年10-12月期の実質GDP発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2018年度が前年度比+0.5%、2019年度が同+0.8%、2020年度が同+0.6%である。先行きの日本経済は、在庫循環および外需寄与が剥落する中、引き続き潜在成長率を下回る低空飛行を続ける公算が大きい。より本質的な日本経済の問題は、供給サイドの成長制約だ。人手不足を背景として省力化投資の需要は増加しているが、人手不足がゆえに供給が追い付いていない。結果として輸入が増加する構造が顕在化し、成長の天井が見え始めている。このタイミングで、2019年4月からは罰則規定付きの残業規制が導入される。もちろん、外国人労働力の受け入れ拡大により、「国内総生産」の成長制約はある程度緩和されるのかもしれない。しかし同対策では「国民総所得」の成長制約を緩和することは望みがたい。

米国

2月14日にトランプ大統領が超党派による予算案に署名、成立したことで、政府機関の再開は回避されることとなった。これは経済にとってポジティブな材料と考えられる。しかし、トランプ大統領は南部国境への壁建設費用を捻出するため、非常事態宣言を発動した。これによって、トランプ政権と民主党との対立は一層深まることとなり、政策を巡る不透明感は、引き続き家計や企業のマインドの重石になる可能性があるだろう。一方、米国経済における足下の好材料として、FOMC参加者がハト派的なスタンスを強めていることが挙げられる。1月のFOMCの声明文では、政策金利の調整に「忍耐強くなる(will be patient)」とされ、当面、利上げは

見送られる公算が大きく、長期金利は低位での推移が続いている。また、1月のFOMCの議事要旨では、ほぼ全ての参加者が2019年内にもバランスシート縮小を停止させることが望ましいと考えていることが明らかとなり、2017年10月に開始されたバランスシートの正常化は早晩、終了する可能性が高い。早ければ、次回、3月のFOMCにも具体的な方針が示されることになる。

欧州

ユーロ圏の2018年の経済成長率は+1.8%となり、2017年の+2.4%から減速した。特に年後半の景気減速が目立つが、これはドイツとイタリアの景気不振による。今後、ユーロ圏の景気減速に歯止めがかかるか、あるいは一段と減速するかの鍵を握るのはドイツと考えられる。ユーロ圏の成長率は2019年+1.2%、2020年+1.4%と予想するが、景気下振れリスクが存在する。ECBは3月7日の理事会で景気予測を下方修正すると見込まれる。2019年中の政策金利の引き上げの可能性は遠のいていると考えるが、ECBが金融政策ガイダンスをどのように変更するのか注目される。英国の2018年の経済成長率は+1.4%となり、2017年の+1.8%から減速した。とりわけ10-12月期の成長率は前期比年率+0.7%に急減速したが、ユーロ圏をはじめとした世界経済の減速懸念に加え、Brexitに関して「合意なしの離脱」の可能性が高まったことで投資意欲が冷え込んだ。「合意なしの離脱」を回避できるか、3月21、22日のEU首脳会議までの1カ月がいよいよ正念場になると予想される。

中国

2019年の政府成長率目標は前年比6.0%~6.5%というレンジで提示される可能性が高く、2018年の同6.5%前後から引き下げられることになる。成長率目標が下げられること自体は問題ではない。既に中国は、2017年10月の党大会で経済の「中高速成長」を放棄し、「質の高い発展」を目標に掲げた。問題は中国経済が想定以上に減速するリスクが高まり、それを回避するために「質の高い発展」路線を堅持する余裕がなくなることである。2019年の中国経済は投資への依存度を再び高める可能性が高い。1月の社会資金調達金額の急増はリスク含みの可能性がある。デレバレッジが棚上げされ、負債率をさらに高めることは、将来的な金融リスクを一段と高めることに他ならない。もちろん、中国政府がこれをよしとしなければ、2月以降は出しすぎた分が調整される可能性がある。この場合は資金面の景気へのサポートが再び弱体化することになる。中国政府の経済政策運営のかじ取りの難しさは一段と増していよう。

主要国実質 GDP 見通し<要約表>

	(%)								(前年比%)			
	2018年				2019年				2017年	2018年	2019年	2020年
	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12				
日本	-0.9	2.2	-2.6	1.4	0.7	1.4	1.3	-0.3	1.9	0.5	0.8	0.6
米国	2.2	4.2	3.4	2.1	2.3	2.8	2.3	2.0	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	1.5	1.7	0.6	0.8	1.1	1.4	1.5	1.4	2.4	1.8	1.2	1.4
英国	0.4	1.7	2.5	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.8	1.4	1.1	1.2
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.8	6.6	6.2	6.3
ブラジル	1.2	0.9	1.3	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.1	1.1	0.9	0.8
インド	7.7	8.2	7.1	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	6.2	7.5	7.2	7.3
ロシア	1.3	1.9	1.5	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.6	2.3	1.5	1.9

(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