

金融市場の「いいとこ取り」は続くか？

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

4-6月期の中国の前年比成長率が1-3月期から0.2%pt減速した。細かい話だが(発表される)中国の成長率は極めてボラティリティが小さく、横ばい、ないしは0.1%ptの減速・加速に留まることが圧倒的に多い。0.2%ptというのは、同国景気の実態が相当に悪いのではないかという憶測を生む数値である。やはり懸念されるのは、対米摩擦の影響である。メディア等では、輸出企業の中国からの脱出が伝えられているが、実際、データからも製造業の設備投資の停滞が確認できる。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、投資停滞は今後、一段と深刻化する可能性がある。無論、中国政府がそれを座視することは考えられず、インフラ投資等によるテコ入れを図ってくるのだろうが、それこそが債務膨張というリスクの蓄積過程を再開させることに他ならない。一方、金融市場は米中協議再開を多とし、相変わらずFRBの利下げ期待に依拠した楽観論に支配されている。特に気になるのが、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、株価が堅調なこと、トランプ米大統領のFRBへの介入さえ、金融市場には歓迎されているようにみえることなどだ。そろそろ、このような「いいとこ取り」の持続性を疑ってみるべき局面ではあるまいか。

日本

2019年4月、時間外労働の上限規制が施行された。しかし日本企業の対応は未だ不十分だ。今後1-2年で316万人の超長時間労働を解消する必要がある。そのインパクトは年間約11.3億時間、総労働投入時間の約0.9%に相当する。長時間労働是正の機運が高まった2015年度以降、日本企業は総労働投入時間を増加させながらも、3年間で51万人の超長時間労働を解消している。その主な対策は短時間労働者の増員とワークシェアリングであり、主な対象は学生、高齢者、女性であった。今後同様の対策を続ける上では、シニア層(再雇用)、非労化した人材(就職氷河期世代)、外国人労働者などの取り込みが必要となりそうだ。消費増税前の駆け込み需要は、現時点で物品に関しては確認されない。住宅には駆け込み需要が確認されるが、前回・前々回に比べれば限定的だ。もちろん、より本質的な問題は増税後の「負の所得効果」だ。今回の消費増税に伴い、2020年度にかけて消費が抑制されると見込んでいる。

米国

米国経済の注目点は、利下げを巡る議論の行方である。利下げ可能性が示された前回(6月18・19日)のFOMC(連邦公開市場委員会)以降、利下げの妥当性と時期の見極めが続いていた。FOMCの参加者による最近の発言を踏まえれば、次回(7月30・31日)会合における利下げは既定路線化している。マーケット参加者の中では、次回の利下げにとどまらず、年内複数回の利下げを期待する声が多い。しかし、足元の堅調な実体経済や、今後インフレ率が上昇する可能性を踏まえれば、年内複数回の利下げは容易ではないだろう。また、マーケット参加者の利下げ期待に結び付いた金融環境を適切に維持することが、利下げの根拠の一つとして考えられつ

つある。ただし、FOMC 参加者はマーケット参加者が期待する際限なき利下げに対して警戒感を示しており、更なる利下げには抑止力が働くだろう。こうした年内複数回の利下げ期待とハードルの高さ、という両者の乖離が、マーケットにおける急激な調整を引き起こさないかが懸念される。FRB とマーケット参加者がコミュニケーションをしっかりと行い、ソフトランディングできるかが今後の米国経済を見通す上でカギとなる。

欧州

ユーロ圏、英国とも 2019 年 1-3 月期の成長率は明確に加速したが、これは 3 月 29 日という当初の英国の EU 離脱期限に備えた企業の在庫積み増しや家計の買いだめによって押し上げられた側面があり、4-6 月期はその反動減が顕在化したと推測される。米中貿易摩擦の長期化、英国が 10 月 31 日に延期された離脱期限に「合意なしの離脱」に陥るのではないかと懸念の高まりなどを受けて、ユーロ圏では鉱工業部門の景況感が、英国ではそれに加えてサービス業の景況感も悪化傾向にあり、低成長脱出に向けての糸口は見えていない。米国が金融緩和に転じつつある中、6 月に ECB が金融緩和の可能性を示唆し、7 月には BOE もこれに続いた。ユーロ圏、英国とも景気の下支え役を中央銀行に依存する状況が長期化しているが、追加緩和の余地はさほど大きくはない。10 月末に退任するドラギ ECB 総裁の後任にはラガルド IMF 専務理事が指名された。ドラギ路線を継続すると見込まれるが、中央銀行での勤務経験はなく、今後より重要性を増すと予想される市場との対話能力が注目される。

中国

国家統計局によると、2019 年 4 月～6 月の中国の実質 GDP 成長率は前年同期比 6.2%と、1 月～3 月の 6.4%から低下した。2018 年 1 月～3 月の 6.8%成長を直近のピークとする成長率の低下傾向に歯止めはかかっている。中国共産党・政府は 2020 年の GDP を 2010 年比で実質 2 倍にすることを国民への公約としており、その達成には、2019 年、2020 年にそれぞれ 6.1%強の実質成長が必要となる計算である。ただし、このまま景気減速が続くと、目標達成が覚束なくなり、近いうちにより本格的な景気対策を打つ必要性が高まっている。大和総研では、①現在大手行で 13.5%の預金準備率の引き下げ、②インフラ投資のさらなる加速、③自動車・家電の補助金支給による購入・買い替え促進など、景気テコ入れに打てる手は残されていると考えている。②は債務のさらなる増大と将来的な金融リスクを高め、③は政策終了後の反動減に警戒が必要となるが、それでも景気底割れ回避を目的に、こうした政策が実施されることになろう。

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	(日本は年度)			
日本	-0.4	2.3	-2.6	1.8	2.2	-0.5	1.4	-0.2	1.9	0.7	0.6	0.5
米国	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	2.0	2.1	1.9	2.2	2.9	2.6	1.9
ユーロ圏	1.6	1.5	0.7	1.0	1.8	0.7	1.0	1.2	2.4	1.9	1.1	1.2
英国	0.2	1.6	2.8	0.9	2.0	-0.4	0.8	0.9	1.8	1.4	1.2	1.0
中国	6.8	6.7	6.5	6.4	6.4	6.2	N.A.	N.A.	6.8	6.6	6.2	6.2
ブラジル	1.2	0.9	1.3	1.1	0.5	N.A.	N.A.	N.A.	1.1	1.1	0.7	0.8
インド	8.1	8.0	7.0	6.6	5.8	N.A.	N.A.	N.A.	6.9	7.4	6.4	6.7
ロシア	1.9	2.2	2.2	2.7	0.5	N.A.	N.A.	N.A.	1.6	2.3	1.0	1.6

(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