

金融緩和効果を打ち消す保護主義の破壊力

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

世界

トランプ米大統領が再度中国向けの強面を見せ付ける中、中国景気の減速がより鮮明となり、欧州ではドイツがマイナス成長に陥った。中国はもとより、外需依存度の高いドイツ経済の不調も米中摩擦の波及効果という側面がある。金融市場はこれまで、保護主義（関税）という「毒」と FRB の金融緩和という「薬」の間で揺れ動いてきたが、今は「毒」の破壊力が優勢になりつつある。特に心配なのが新興国だ。「薬」の効力を過信し、過去数ヶ月、少なからぬ新興国は金融緩和に動いてきた。それだけ、景況感悪化に伴うリスク・オフ的状况への抵抗力が低下している可能性がある。FRB の再利下げなどが、再度「薬」の威力を高めてくれるのであれば大過は免れようが、懸念すべきことがある。それは、「薬」と「毒」の勢力争いは、「薬」に利下げ余地という限界があるだけ、長期化すれば「毒」の優位が明確化してしまう可能性が高いことだ。ここは新興国には、利下げをするなら緊縮的な財政政策を打ち出すなど、慎重なポリシーミックスを求めたい。米欧（特にドイツ）の拡張的財政政策が新たな「新薬」として「毒」を消してくれればベストなのだが、そうでなければ当面、「毒」の拡散の程度に気を配っていかなくてはならなくなる。

日本

消費税増税前の駆け込み需要は、現時点で家計購入ベースでは確認されない。しかし駆け込み需要の発現を見越したものとみられる、言わば「駆け込み出荷」が発生している。特に、自動車の駆け込み出荷は、4-6 月期の GDP をも大きく押し上げた。これらが成長を押し上げる効果は増税以降に剥落し、反動減に転じていく公算が大きい。消費税率の引き上げ等による負担増と、教育無償化等の受益増を相殺すると、ネットの財政緊縮効果は 2.0 兆円程度と試算される。しかし一連の措置により、「29 歳以下」と「30～39 歳」の二人以上世帯では負担増よりも受益増が大きくなる見込みだ。他方、「50 歳以上の二人以上世帯」および「単身世帯」では相対的に負担が大きくなる。こうした世代間の影響のばらつきは、品目別に見た消費動向にも影響を与えそうだ。4-6 月期の GDP 発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の見通しは 2019 年度が前年度比+0.9%、2020 年度が同+0.4%である。

米国

8 月 1 日にトランプ大統領が、中国に対する第 4 弾の追加関税の実施を公表した。第 4 弾には、パソコンやスマートフォンなど対中依存度の高い消費財が多く含まれている。追加関税によるコスト増が消費者の負担増につながり、個人消費を下押しする懸念がある。こうした懸念への対応として、8 月 13 日には対中依存度の高い一部製品への追加関税を 12 月 15 日まで先延ばしすることが公表された。9 月 1 日に追加関税を実施する予定の製品に関しては、企業が代替製品を模索することでコスト増を回避することが期待される。代替が難しいものは値上げされるものの、年内はホリデー商戦による消費の押し上げが、追加関税の影響を緩和すると予想する。

他方、12月15日まで延期された製品に追加関税が課されれば、消費者の負担増は免れない。米中貿易摩擦に改善の兆しが見られない中、米国債は逆イールド化し、景気後退が意識され始めた。マーケット参加者は景気テコ入れとして、9月のFOMCでの追加利下げを織り込んでいる。ただし、9月の利下げには不確定要素も残る。予防的利下げに対する反対の声や、更なる利下げが景気後退を示唆する負のアナウンスメント効果が懸念されるからである。

欧州

ユーロ圏では景気減速とインフレ率低下が進行中で、ECBは9月の理事会で利下げに加え、資産買取プログラムの再開を発表する可能性が高まったと考える。4-6月期のGDP成長率は前期比+0.2%となり、1-3月期の同+0.4%から減速した。主要加盟国の中でドイツ景気の弱さが目立つ。4-6月期の成長率は前期比-0.1%とマイナス成長に陥ったが、外需の見通しが晴れない中で7月以降も景況感悪化に歯止めがかからず、2四半期連続のマイナス成長が懸念されている。この状況下で、ドイツ政府がようやく重い腰を上げ、財政を活用した景気刺激策を講じる可能性が出てきた。英国の4-6月期のGDP成長率は前期比-0.2%となり、1-3月期の同+0.5%から一気に落ち込んだ。7月24日に就任したジョンソン首相は、EUとの再交渉は重視せず、「合意がなくても10月31日にEUから離脱する」という党首選での主張をそのまま遂行することに重きを置いているように見受けられる。

中国

トランプ米大統領が第4弾の追加関税を発表した8月1日以降、元安が進展し、5日には11年ぶりに1ドル=7元を突破した。米財務省は同日、中国を為替操作国に認定した。ただし、中国政府による元安容認は短期間で収束するとみている。元安期待が続けば、中国からの資金流出が強まり、輸入物価上昇にも警戒が必要になってくる。輸出促進という利よりも害の方が大きくなると考えられ、為替レートの安定が再び重視されるようになろう。2019年7月、もしくは1月~7月の主要経済統計は景気の減速が続いていることを示している。7月の鉱工業生産は前年比4.8%増と、同じ統計で遡れる1995年1月以来の最低の伸び率となった（旧正月の時期のずれによる影響を避けるため1月と2月は平均値で比較）。8月17日、中国人民銀行は貸出市場オフアレート（LPR=Loan Prime Rate）の制度変更を発表した。今後は金利政策の機動性が大きく増すと期待できる。

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	-0.3	1.6	-1.9	1.6	2.8	1.8	0.1	-1.7	1.9	0.7	0.9	0.4
米国	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.1	2.4	2.1	2.4	2.9	2.4	2.0
ユーロ圏	1.6	1.5	0.7	1.0	1.8	0.8	0.8	0.9	2.4	1.9	1.1	1.0
英国	0.2	1.6	2.8	0.9	2.0	-0.8	0.9	0.9	1.8	1.4	1.1	0.7
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	0.9	N.A.	N.A.	1.6	2.3	0.8	1.3

(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