

## 合理的なトランプ大統領？

---

大和総研 経済調査部長 児玉 卓

### 世界

世界的な製造業の不振が徐々に明らかになりつつある。その波はこれまで経済的な独り勝ちを続けてきた米国にも及びつつあり、FRBによる2度の利下げを正当化する要因にもなっている。これに関して注目されるのは、そのトランプ米大統領の選挙戦略との関係である。このところ、トランプ政権の対中強硬姿勢に若干のゆるみが見られるが、それが仮に米中貿易戦争がラスト・ベルトの製造業を含む米国経済にとってもマイナスであること、従って選挙戦略上も中国に向けた矛をいったん収めることが得策であることを、トランプ氏が正しく認識した結果であるとすれば、緊張緩和にはそれなりの持続性が見込めることになる。しかしトランプ氏の政策、というよりも挙動は往々、こうした合理的な類推を裏切ってきた。経済的帰結はどうあれ、例えば同氏が「戦っている姿」を有権者に見せつけることを有効な（あるいは代替手段のない）選挙戦略であると認識しているとするれば、中国向けの強面はいずれ復活する。「合理的なトランプ氏」にベットするのは、やはり危険というべきか。もっともトランプ氏が合理的か否かが、当面の株式市場や為替レート、ひいては世界的な製造業の底の深さを左右することは確かであり、さしあたっては10月上旬に予定される米中閣僚級協議を注目しておく必要がある。

### 日本

10月1日より、消費税率が現行の8%から10%へと引き上げられる。まず増税に伴う所得効果について検証すると、今回の増税に伴う家計負担の一部は、軽減税率の導入や教育無償化など社会保障充実策により相殺される。結果としてネットの財政緊縮効果は約2兆円と、前回増税時の約8兆円よりも小幅にとどまる見込みだ。各種対策によって負の所得効果はさらに緩和されるが、2020年度にかけては対策効果が剥落し、断続的に消費を抑制する効果が残存することになる。増税に伴う代替効果は、前回に比べれば限定的なものにとどまる可能性が高い。ただし、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。中でも「自動車」「家電」「パルプ・紙・紙加工品工業」「化学工業」、そして「住宅」部門における駆け込み出荷（着工）が顕著だ。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点には注意が必要である。

### 米国

9月17・18日に開催されたFOMCでは、7月に続く保険的利下げの実施を決定した。ただし、今回の利下げは想定内であり、注目点はむしろ年内再利下げの蓋然性であった。今回のFOMCで公表されたFOMC参加者の政策金利見通し（ドットチャート）を見ると意見が分かれており、年内再利下げは確約されていない。今後の金融政策運営において、利下げを促進する要因は不確実性の高まり（米中通商交渉の行方など）、利下げを制約する要因として物価上昇（エネルギー価格による押し上げ）が注目される。利下げに加えて、短期金融市場での金利急騰を契機に、負債の増加に応じたFRBのバランスシートの自然な拡大という論点も登場しており、利下げの

蓋然性に加えて、残る年内2回のFOMCに向けた注目点と言えよう。他方で、今回のFOMCを通じて、マーケット参加者は教訓を得たと言える。そもそも、FOMC参加者の意見が分かれたのも、足元の米国経済が底堅く推移していることが背景にはある。2019年5月後半以来、マーケット参加者は、景気後退を起こさないよう保険的利下げをFRBに求めてきたが、懸念される景気後退がすぐには起きないことへの心づもりも必要なのではないか。

## 欧州

ECBは9月の理事会で3年半ぶりとなる利下げに加え、資産買取プログラムの再開を発表した。さらに、マイナス金利と量的緩和政策の実施期限を、インフレ率の持続的な目標水準の達成と直接結び付け、従来用いてきた期間指定を撤廃した。「前年比2.0%をやや下回るインフレ率」を達成するために政策を総動員した感があるが、その持続性と実効性には疑問符が付き、金融政策の限界も意識される結果となった。ドラギ ECB 総裁もこの問題意識を共有しており、ユーロ圏の需要創出には財政政策が中心的な役割を果たすべきとこれまでになく強い口調で主張した。英国ではジョンソン首相と議会が9月初めに「合意なしの離脱」を巡って真っ向から対立した。議会が離脱期限の延期の申請を首相に強制する法律を成立させたことで、10月31日の「合意なしの離脱」の可能性は大きく後退した。離脱期限が延期され、総選挙が前倒し実施される可能性が高まったと考えるが、その結果次第で「合意なしの離脱」が最終的に選択される可能性が残る一方、EU離脱を撤回して残留するシナリオもまだ完全には否定されない。

## 中国

中国の内需減速が続いている。2019年8月の小売売上高（名目）は前年同月比7.5%増（以下、変化率は前年同月比、前年同期比）と、低空飛行が続き、1月～8月の固定資産投資は5.5%増と、1月～7月の5.7%増から一段と鈍化した。米中摩擦の長期化・複雑化の影響が及ぶのは当然のことながら当事者にとどまらない。日本やASEANと中国の間にはサプライチェーンが構築されているし、中国経済の減速は世界的な輸出低迷の主因の一つとなる。中国の輸入は対米を除いても昨年11月以降急減速し、2019年5月以降は4ヵ月連続で前年割れとなった。こうした中、中国政府はインフラ投資のための地方政府特別債券の発行枠の増額を決定し、中国人民銀行は9月16日に預金準備率を0.5%引き下げた。景気下支えのための取り組みは本格化しつつある。ただし、景気の減速を止めるには力不足であろう。さらなる金融緩和（預金準備率の引き下げ）に加え、補助金支給による消費刺激策発動にも注目したい。

### 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	-0.6	1.9	-1.9	1.8	2.2	1.3	0.2	-1.7	1.9	0.7	0.8	0.4
米国	2.5	3.5	2.9	1.1	3.1	2.0	2.3	2.1	2.4	2.9	2.4	2.0
ユーロ圏	1.3	1.5	0.8	1.2	1.7	0.8	0.7	0.8	2.5	1.9	1.1	1.0
英国	0.2	1.6	2.8	0.9	2.0	-0.8	0.9	0.7	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	1.0	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	5.0	N.A.	N.A.	6.9	7.4	5.3	6.2
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