

# 底を打った実体経済、歪みがくすぶる金融市場

## ～グローバル経済金融レビュー 2019年春～

### <要旨>

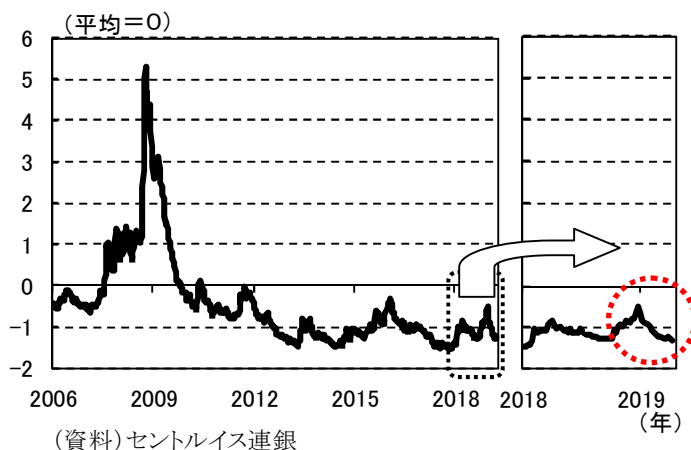
昨年末以降高まっていた金融市場におけるストレスは、足元で落ち着きを見せている。この背景には、①米国連邦準備制度理事会の政策スタンスが利上げ休止の政策スタンスを示したことや②米中貿易摩擦問題に対して両国が歩み寄りの姿勢を見せ始めたこと、③景気対策により中国経済の減速に歯止めがかかることに対する期待が出てきたことが挙げられる。英国のEU離脱問題をはじめ、ドイツの景況悪化等、欧州経済はなおリスク要因として残るが、グローバル経済がこの先も景気回復を維持する可能性は、年初よりは高まったといえよう。

2019年は、短期的な景気下振れリスクは相対的に低下する反面、金利上昇リスクは抑制されていることから、金融面での歪みの蓄積とその反動という、より長い時間軸でのリスクを意識させられる展開になると見る。

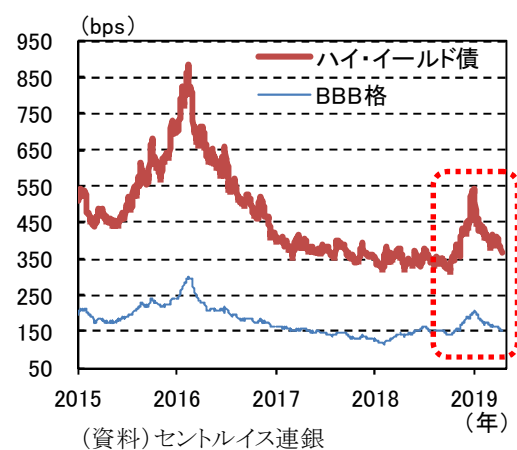
### 1. 金融市場のストレス低下

本年1月時点<sup>1</sup>からの大きな変化として、金融市場のストレスが大幅に低下したことが挙げられる。米国セントルイス連銀が公表している「金融ストレス指数」は、昨年末のピークから昨年央の水準にまで低下している(図表1)。また、社債の信用スプレッドも同様に、既に概ね昨年央の水準にまで低下している(図表2)。

図表1 金融ストレス指数



図表2 社債の信用スプレッド



昨年10月以降、金融市場は大きな動揺に見舞われたが、以上の指標からは、金融市場に掛かっていたストレスが一旦沈静化したことが伺える。こうしたことから、金融市場の動揺が実体経済に悪影響を及ぼすという蓋然性は一先ず低下したと考えられる。

<sup>1</sup> 調査月報 2019年2月号「[金融市場の動揺に対する米国経済の耐性](#)」を参照されたい。

## 2. 金融ストレス低下の背景

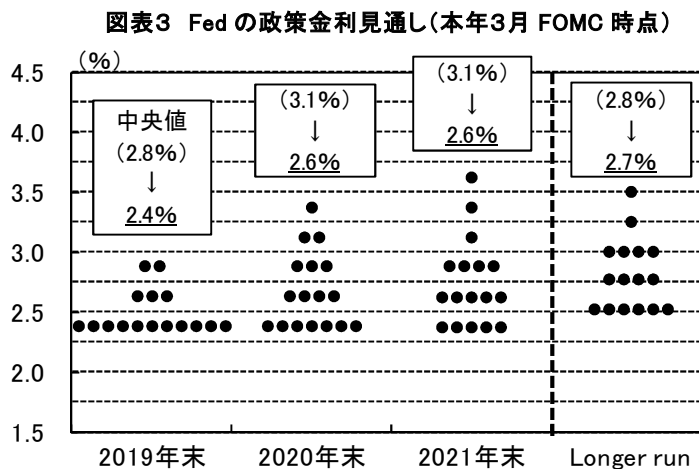
こうした金融市場における変化の背景には、主に、米国連邦準備制度理事会 (FRB) の政策スタンス変更をはじめとする米国側の動きと、中国経済の動向がある。

### (1) 米国側の動き ～ FRB の政策スタンス変更、米中関係改善への期待

昨年以來、金融市場にストレスが掛かった最大の理由は、米国経済の見通しに対する見解が金融市場参加者と FRB 間で大きく異なっていたことに起因する。

2018年10月頃から、金融市場が動揺して、米国以外の国々で景気減速が明らかになっていく中で、昨年12月の連邦公開市場委員会 (FOMC) で FRB は年明け後も利上げを継続する姿勢を示し、金融市場はこうした FRB のタカ派姿勢を目の当たりにして、金利上昇による実体経済に対する悪影響への懸念を強めた。FRB はその反応の大きさを見るにつけ、年明け以降、パウエル議長をはじめ関係者がタカ派的な姿勢を緩和させる発言を相次いで示した。

最終的に、3月 FOMC では、FRB は今年の米国の経済成長率見通しを引き下げると共に、政策金利見通し (中央値) についても昨年時点から大幅に下方修正し、年内の利上げは0回まで引き下げられた (図表3)。こうした FRB の姿勢転換が、株価回復を中心として金融市場のストレスを軽減する最大の要因になっている。



(注) 下線を引いている計数が、本年3月 FOMC 時点の政策金利見通しの中央値。

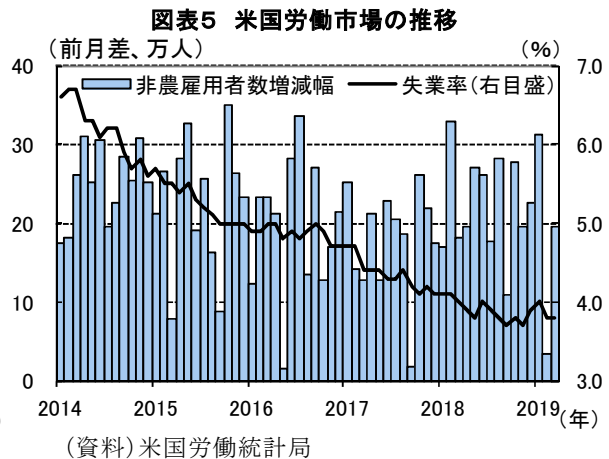
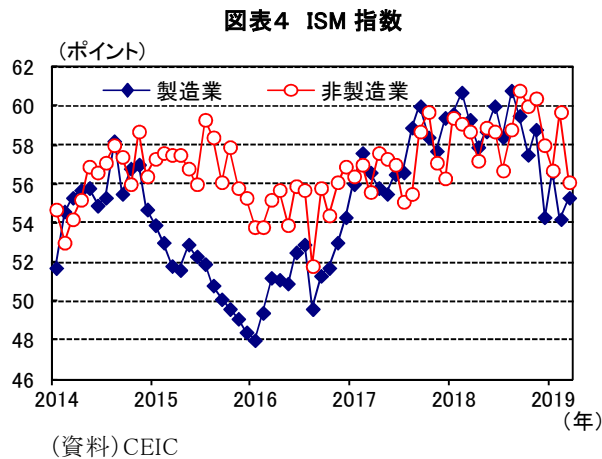
丸括弧 ( ) 内の計数は、昨年12月 FOMC 時点の政策金利見通しの中央値。

(資料) FRB

昨年から金融市場の懸念材料であった米中貿易摩擦問題の悪影響が和らいだことも、金融市場のストレス緩和に影響したと思われる。

本年1月時点では、米国が昨年9月に課した2,000億ドル分の中国製品に対する追加関税率の引き上げ (10%から25%) の猶予期限が3月1日になっており、米国側が主張する不公正な貿易慣行に関する交渉が不調に終われば、3月から関税率が引き上げられる可能性があった。実際には、3月初めの期限は延長され、その後、米中間の通商合意が近く、早晩米中首脳会談も開催されるとの報道がなされる中で、事態の悪化に対する懸念が低下した。

そして、この3か月間で米国実体経済が堅調に推移したことも、金融市場のストレス軽減に寄与したと考えられる。世界経済減速に伴う貿易数量の伸び悩みなどもあって、ISM 製造業指数は昨年対比では低下しているが、水準自体は50を上回り続けている(図表4)。直近の「地区連銀経済報告」でも、「製造業について良好であると回答する先が見られた」との記述が新たに盛り込まれる等、製造業に対する改善の兆しが見られる。また、雇用・労働環境は引き続き良好で、失業率が4%を下回る歴史的にも低い水準にあるなか、直近でも20万人近い雇用増加幅を示している(図表5)。昨年12月の計数が不芳で金融市場悪化の一因になった小売売上高も、直近の3月計数では市場予想を上回る伸び率となる等、回復の兆しを見せている。



## (2) 中国経済の下げ止まり ～ 経済対策の発動

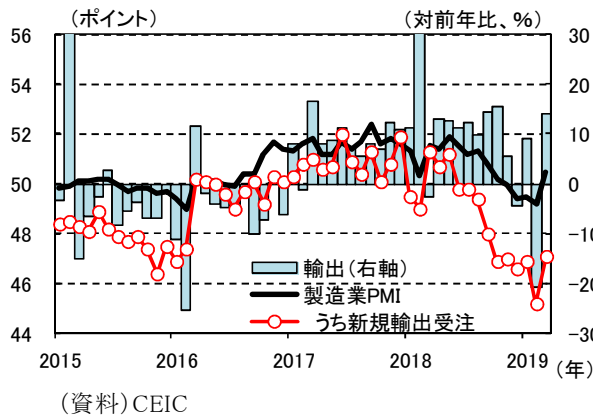
中国経済の減速も金融市場におけるストレスの高まりの主因の一つであった。

中国経済の運営について、政府は過剰設備の抑制や過剰債務の圧縮といった構造改革を優先させるべく「デレバレッジ政策」を推し進め、金融面ではシャドーバンキングに対する規制強化を進めてきた。こうした政策により、民間企業、特に中小企業は資金調達難に陥り、これが徐々に実体経済を押し下げた。こうした事態はある程度まで想定の範囲内であったが、ここに米中間の貿易摩擦問題の拡大が重なり、実際に追加関税が課されたため、景気への悪影響が想定よりも大きくなった。

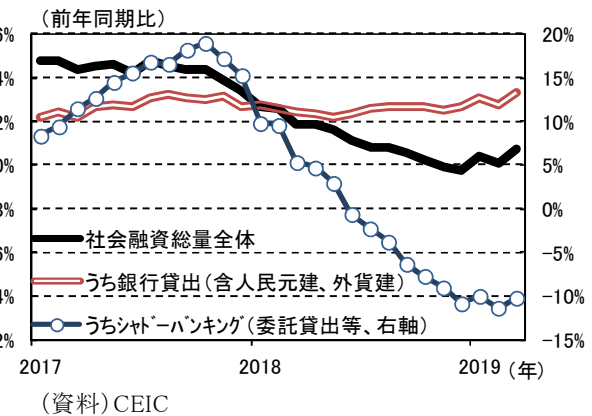
このため、昨夏から預金準備率の引下げや地方債発行の前倒し等の措置が採られてきたが、最終的に金融市場を安心させたのは、3月に開催された全国人民代表大会で足元の景気減速に対処する姿勢が明確に示されたことである。ここで中国政府は、経済の成熟化に伴う成長率の低下を踏まえ、2019年の経済成長率見通しを+6.0～6.5%と、2018年の目標(前年比+6.5%前後)及び実績(同+6.6%)を下回る水準に設定すると同時に、減税や地方債発行枠拡大によるインフラ投資底上げを中心とする大規模な経済政策を打ち出したことで、成長率の低下に歯止めをかける方針を明確にした。

こうした政策的後押しもあって、3か月連続で好不況の境目とされる50を下回っていた製造業PMIは再び50を上回り、また、米中間に特段の悪材料が出なかったことを受けて、特に弱い動きをしていた新規輸出受注指数は、なお50未満だが下げ止まっている(図表6)。金融面でも、シャドーバンキング部門は引き続き抑制されてはいるもののマイナス幅の拡大は止まり、銀行貸出を中心として社会融資総量も漸く伸び率拡大に転じている(図表7)。このように、中国経済が一先ず底打ちしたことが、足元の金融市場のストレス軽減に大きく寄与している。

図表6 輸出と製造業 PMI



図表7 社会融資総量



### 3. 今後の世界経済の行方 ～ ゴルディロック相場へ回帰も、脆弱化の可能性あり

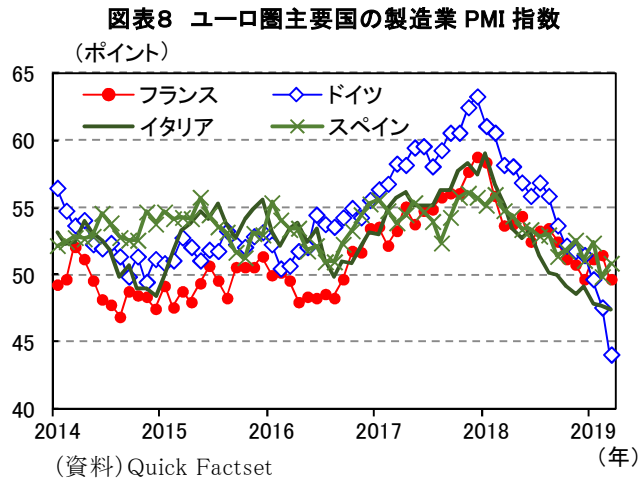
米中間の貿易摩擦問題については、これまで述べてきたように何らかの合意が近づいているとの報道もあるが、より根本的な要因として、中国の経済・技術面での台頭に対する米国側の警戒が強いことが挙げられる。このため、近い将来に通商上で何らかの合意が成立しても、知的財産権等の扱いに関して対立が表面化し、グローバル経済に対する悪影響が懸念される可能性は依然として残っている。経済大国として台頭し、自らの地位を脅かしかねない中国に対し、米国が警戒感を緩めるといった想定は現実的ではない。

さらに、米中貿易摩擦問題や中国経済の動向以外で、この先のグローバル景気下振れと金融市場のストレスを高めるリスク要因として挙げられるのは欧州情勢の行方である。

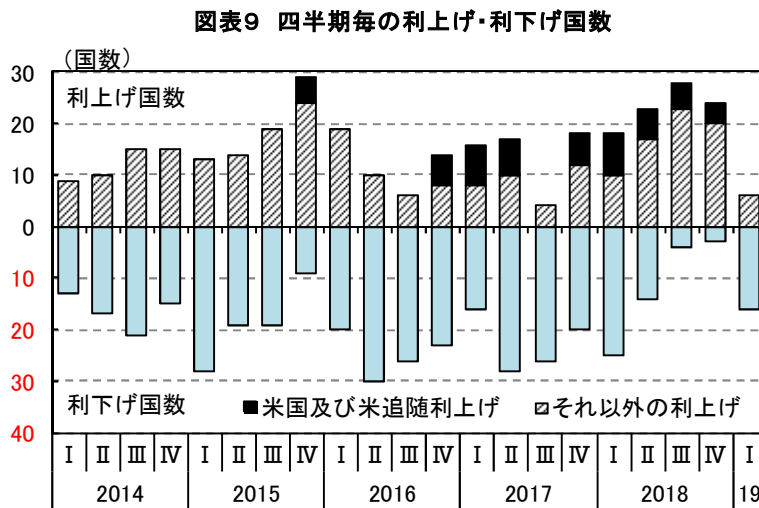
欧州では、4月10日に開催されたEU首脳会議で、英国の離脱期限が10月末まで延期されることで合意がなされ、一先ず「合意なき離脱」は回避された。ただし、これは英国が5月下旬までに離脱協定案を議会承認するか、それが出来なければ5月の欧州議会選挙に参加することを求めるという条件付きのもので、この先も英国議会で意見がまとまらず6月1日に「合意なき離脱」になるリスクは引き続き残っている。

また、別のリスクとして、欧州の実体経済がより厳しさを増していることが挙げられる。欧州景気の減速は、中国をはじめとするグローバル景気が減速したところに、ドイツでは自動車製造業の新環境規制に対する対応の遅れ、フランスでは政府への抗議活動の継続・拡大、イタリアでは財政赤字への懸念の高まりで長期金利が上昇するなど、各国固有の悪材料が重なったことで生じた。現時点で、製造業PMIはイタリアが50を下回っている他、ドイツが急激に低下するなど、厳しさを増

している(図表8)。中国経済の底打ちは、この先の欧州経済にとってもポジティブな要因であるが、各国固有の問題の解消が遅れる、あるいは更に悪化すれば、欧州経済の更なる悪化は避けられなくなる。その場合には、欧州中央銀行が追加緩和に踏み切ってもカバーできず、再びグローバル金融市場のストレスを高める要因として浮上する可能性が出てくる。



中国の経済政策は景気の押上げというよりは失速回避を意図したものであるため、同国の成長率は緩やかに低下していくと見られる。また米国も、2018年の成長率が2.9%だった米国は、この先は1.5~2%程度とされる潜在成長率に向けて成長ペースの鈍化が見込まれるため、インフレ圧力が強まって金利が急騰する可能性は低いと見ている。こうした環境は、米金利上昇による資金流出懸念と通貨安圧力に晒されない点で、新興国にとっても好ましいものとなり、2019年に入ってから既に増え始めている利下げが、この先も増えることになるだろう(図表9)。



(注) 同一四半期に2回利上げした場合は「2カ国」としてカウント。  
(資料) 各国中央銀行



こうした状況は、2017年から2018年前半頃までのグローバル経済を巡る「低金利下で、強過ぎもせず弱過ぎもせず、緩やかな回復が続く状態」という、いわゆる「ゴルドロック経済」の様相を再びもたらすように思われる。一般に、実体経済面での回復が継続する中で、金利が低水準に据え置かれることは、金融面での構造的な歪みを発生させやすい。米国では、3月FOMCを見る限り、FRBは年内の利上げを想定しないかに思えるが、その後の実体経済の推移は堅調であり、このまま金融引締めが打ち切られれば、株式や不動産市場が過熱する可能性がある。

また、中国の経済対策についても、現在行われている減税や金融緩和は、これまでの経験則によれば不動産投資やインフラ投資に資金が回ることが多く、民間投資や輸出浮揚に与える影響は未知数である。短期的な景気下振れは回避出来たとしても、これまで抑制してきた不動産価格の上昇や過剰なインフラ投資問題を再燃させ、長い目で見て安定的経済成長に必要な過剰債務の削減を遅らせることになりかねない。

この先再来が見込まれる「ゴルドロック経済」は、前回2018年前半までの状況と比較すると、実体経済の成長率は低く、その内実はより脆弱化している可能性が高い。2019年は、短期的な景気下振れのリスクは相対的に低下する反面、金融面での構造的な歪みの蓄積とその反動が将来生じるといふ、より長い時間軸でのリスクを意識させられる展開になると見る。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe\_Kiyoshi@smtb.jp)

---

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。