

# Economic Trends

発表日: 2018年10月12日(金)

## 米国発株価暴落

～貿易戦争とはどう関係しているのか～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部  
首席エコノミスト 熊野 英生 (TEL: 03-5221-5223)

NY株価は10月10、11日と2日連続で大きく下落した。10月というタイミングは、過去の大暴落が起きた悪い連想を呼び起こす。下落の主な要因は、①FRBの政策への安心感が疑われたことと、②貿易戦争がある。貿易戦争の効果は、ブーメランのようにトランプ大統領に戻ってくる。中間選挙の変化が注目される。

### FRBの政策への安心感が変わる

NY株価市場では、2日連続で株価が大幅下落した。日経平均株価も10月11日は連動して△915円も下落し、12日は前日比103円高となっている(図表)。目先、株安がごく短期間では終わりそうもないと予感させる。予感と言えば、筆者は数日前、世界的同時株安が10月というタイミングで起こりやすい理由がなぜかと質問された。1929年の大恐慌の引き金も、1987年のブラックマンデーも10月だった。筆者は、はっきりとした理由がわからないので、アノマリー(理由のつかない経験則)だと答えた。



10月5日に米雇用統計が発表されるまでは、日本株についても「バブル崩壊後の最高値」と言われて、楽観が支配していた。為替レートも、1ドル114円と過去1、2年間のレンジの下限に到達していた。そして米長期金利は3.2%台へと上昇して、さらにどこまで上がるだろうかと思わせていた。自律的調整が起きやすい素地は、後講釈としてあった。疑心暗鬼に火をつけたのは、米失業率が9月3.7%と1969年以来の低さであったことだ。FRBがインフレ懸念の方に傾き、利上げペースを変えたならばどうしようかと感じた人は多かっただろう。米株については、これは警戒感というよりも、安心感が疑われ始めたと言う方がよいだろう。

だから、「ファンダメンタルズは強い」と言っても、米利上げが株価上昇を脅かすことになる。強い米経済を短期金利の上昇が少しずつ変化させていくことへ、皆が少しずつ気づき始めた印象はある。

### 貿易戦争のブーメラン効果

少しわかりにくいのは、株価暴落が貿易戦争のせいだという指摘である。関税率の引き上げは前々からわかっていた。ここにきて問題視されることはよく飲み込めない。

実体面で米中貿易戦争のダメージが大きいことは改めて言うまでもない。9月24日にトランプ大統領は、2,000億ドルの中国輸入額に10%の追加関税を課し、来月1月からそれを25%にすると表明した。

そして、中国の報復関税には、残りの中国輸入額すべてに追加関税を課す2,670億ドルの報復をする  
と示唆した。中国に対する追加関税の重みは、この9月24日の措置で存在感がぐんと増す。2018年  
10-12月、2019年1-3月と中国の成長率には今までより打撃が表われるだろう。

こうしたリスクは、米国経済への打撃として織り込まれていなかったかという点は確かによくわか  
らない。その点については、米国の報復が中国の対米投資規制や産業スパイ封じへとエスカレートし  
始めていることが挙げられる。貿易戦争は、もはや貿易赤字問題ではなく、経済覇権争いに軸足を移  
しつつある。ならば、中間選挙が終わっても争いは深刻化するばかりになる。

米国による関税適用のスタンスにも問題がある。2,000億ドルへの追加関税が米消費者物価に表われ  
やすくなる点である。これまでの7、8月の500億ドルへの追加関税では、米国は微妙に消費者向けの  
価格上昇につながりにくいように適用品目を選んできた。9月の2,000億ドルの追加関税では、いよ  
いよ消費財の値上げが避けられなくなる。雇用統計にみられるインフレ懸念に対して、消費財のコス  
トプッシュ圧力は相乗効果として表われるのではないかと思わせた。

さらに、人民元の下落も、中国が為替調整に動くことを警戒させるものだ。米国の追加関税に対  
して、米国からの輸入額が小さい中国は、同額の報復関税で応じられなくなる。トランプ大統領が2,000  
億ドルの追加関税を課したのに対して、遂に中国は600億ドルしか対抗する関税の範囲を広げられな  
かった。そうすると、次なる中国側の報復措置は関税以外になる可能性がある。人民元レートの下落  
が進んだことは、人為的にレートの切り下げを対抗措置として用いることを連想させる。実は、思惑  
として、これまでは反対の作用があった。9月19日に李克強首相は、人民元の下げは害の方が大きい  
と語っていたことである。この発言は、これまでは中国が人民元を報復手段として用いないだろうと  
いう安心感をもたらしてきた。それが、ここにきて失われつつある。

結局、トランプ大統領は自分で撒いた種が、ブーメランのように米国側にダメージとして損害を与  
える結果を引き起こしている。FRBの利上げを非難するのは、中間選挙の直前に自分が起こした貿  
易戦争によって株価が急落している責任を見えにくくさせるためである。そうした目くらましの目的  
でFRBを批判している。

## 今後の鍵は？

ダウが急落したのは、2018年2月初にもあったことだ。やはり雇用統計が引き金であった。今回も、  
2月の時と同じように株価上昇に転じていくという見方は多いとみられる。

しかし、いくつか大きな違いがある点は留意すべきだ。まず、当時、トランプ減税が行われて楽観  
的なところに利上げ懸念が急浮上したことを思い出してほしい。そうした利上げ懸念はあっても、本  
当にトランプ減税のようにファンダメンタルズをより押し下げる材料はない。むしろ、2019年後半の  
米経済減速が気掛かりだ。

次に、貿易戦争が今度は本格化している点である。これまでは、貿易戦争よりもトランプ減税の方  
がインパクトは大きかった。前述のように、追加関税の重みは、この10-12月、2019年1-3月と存  
在感を増していく。

さて、今後についての検討材料は何だろうか。筆者は貿易戦争の行方だと考える。11月6日の中間  
選挙が終わって、トランプ大統領が中国に対する姿勢を和らげると、それは株価にも好影響だろう。  
現時点では、貿易戦争が深刻化するとの見方が強まっているから、トランプ大統領が敢えてそれを覆  
すとプラスの心理効果は大きいだろう。

一方、筆者はFRBがタカ派路線に大きく変化することはないのではないかと。すでに、長短金利差

---

はかなりタイト化していて、利上げシナリオをそれほど変化させないと考えられる。トランプ大統領が批判するほどFRBが引き締めをしているとは思えない。

筆者は、今後、トランプ大統領の中間選挙後の対応がどう変化するか注目する。米株価は、強いファンダメンタルズの影響を受けて、少し時間をかけて戻していくチャンスはそこにあると考える。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。