

World Trends

発表日：2019 年8月2日（金）

米中摩擦、FRB、米国経済…、新興国を左右するのは結局「米国」

～先月以降宛ら「利下げドミノ」の様相をみせるが、今後は米国経済の動向と当局のさじ加減如何～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濱 徹 (TEL: 03-5221-4522)

（要旨）

- 足下の世界経済は頭打ちの様相を強める一方、世界的なカネ余りが続くなかで米FRBの「ハト派」転換も追い風に、国際金融市場は活況を呈する対照的な状況にある。米FRBは先日のFOMCで利下げ及びバランスシート縮小終了を決定し、ECBは追加緩和を示唆するなど先進国で緩和の動きが広がった。こうした環境変化を追い風に、新興国では景気下支えに向けた利下げの動きが広がるなど「利下げドミノ」とも呼べる状況にある。
- 世界貿易の萎縮に伴う世界経済の頭打ちは、相対的に輸出依存度が高い新興国経済に影響を与えやすい。こうしたなか、トランプ米大統領は9月に対中制裁「第4弾目」の発動を示唆する動きをみせる。仮に発動に動けば米国経済も無傷で居られないが、米FRBが追加利下げに動く可能性も高まる。世界経済が足下同様に緩やかな拡大を続けることが出来れば、米FRBの一段の緩和は「利下げドミノ」の動きを後押しするであろう。
- しかし、足下の米国経済は徐々に頭打ちの様相をみせており、対中制裁「第4弾目」の発動で下押し圧力が強まることも懸念される。米FRBの利下げなどで株価が堅調を維持すれば米国経済は下支えされようが、減速感を強めれば世界経済への悪影響は必至であり、国際金融市場の環境も一変し得る。新興国の「利下げドミノ」の可否を決定するのは「米国発」の要因であり、自発的な政策対応余地は限られているのが実情である。

足下の世界経済は、昨年来の米中摩擦の激化に加え、世界中において保護主義的な動きが広がりを見せるなど世界貿易への下押し圧力に繋がる材料が山積するなか、世界貿易は昨年末以降伸びが急速に鈍化して景気の重石となる動きが顕在化しているほか、製造業を中心に企業マインドは悪化傾向を強めるなど頭打ちの様相を強めている。他方、国際金融市場では昨年の米FRB（連邦準備制度理事会）による金融政策の正常化に加え、いわゆる『トルコ・ショック』をきっかけとする動揺が新興国での資金流出圧力に繋がる動きがみられたが、年明け以降の『ハト派』姿勢への転換も重なり落ち着きを取り戻している。さらに、米FRBによる『ハト派』転換を受けて、昨年末以降はEU（欧州連合）景気が頭打ち感を強めたことでECB（欧州中央銀行）も『ハト派』に転じるなど、先進国を中心に長期金利が低下傾向を強める動きがみられる。結果、金融市場では一部のマネーがより高い収益を求めて新興国に回帰する動きが出ているほか、米国株は一時最高値を更新する動きをみせるなど、リスク性資産に向かう展開が続いている。このように実体経済には不透明感が増しているにも拘らず、国

図1 世界の製造業・サービス業 PMI の推移



（出所）IHS Markit より第一生命経済研究所作成

際金融市場は比較的活況を呈するなど対照的な状況が続いており、この背景には過去 10 年以上に亘る先進国を中心とする量的金融緩和政策などに伴う世界的な『カネ余り』が影響している。なお、米 F R B はバランスシートの縮小による金融政策の正常化を進めてきたが、先日の F O M C（連邦公開市場委員会）において 10 年 7 ヶ月ぶりとなる利下げ実施とバランスシート縮小の終了時期の 2 ヶ月前倒しを決定し、正常化の取り組みは終了を迎えた。さらに、E C B は先日開催した理事会において 9 月に追加緩和を実施する方針を示したほか、日銀も直近の定例会合において「躊躇なく金融緩和措置」に動く姿勢を示すなど、先進国の中銀は相次いで緩和姿勢に舵を切る動きをみせている。また、米 F R B による『ハト派』姿勢への転換とそれを受けた国際金融市場の活況の動きは、昨年国際金融市場の動揺に伴い実体経済の動向に関係なく利上げ実施に追い込まれた新興国を中心に、足下の世界経済を巡る不透明感の高まりも相俟って相次いで利下げ実施に動く流れもみられ、宛ら『利下げドミノ』の様相を呈している（詳細は 7 月 17 日付レポート「[米 F R B の姿勢転換で新興国の「利下げドミノ」が始まるか](#)」をご参照下さい）。新興国にとっては、2016 年末以降の米 F R B による断続的な利上げ実施、及び一昨年末以降のバランスシートの縮小が資金流出を通じた国内金融市場の不透明要因となってきたため、少なくともこれが解消されることは多くの新興国の政策当局にとって『追い風』になることが期待される。

他方、足下では世界経済は着実に頭打ちの様相を強めており、昨年以降の米中摩擦の激化などに伴う世界貿易の萎縮の動きは中国の景気減速に繋がっているほか、近年中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれてきたアジア新興国にとっては、中国の対米輸出の鈍化が玉突き的にアジア新興国からの対中輸出の重石となるなど景気の足かせとなっている。

また、新興国経済は構造的に輸出依存度が相対的に高く、世界貿易の萎縮による輸出入双方への下押し圧力は直接的に景気に与える影響が大きくなりやすいため、結果的に多くの新興国で景気が頭打ちの様相を強める一因になっている。なお、米中摩擦を巡っては、トランプ米大統領が 1 日に自身の SNS「9 月 1 日付で年間 3000 億ドル相当の中国からの輸入品に 10%の制裁関税を課す」方針を明らかにした上で、「これはすでに 25%の制裁関税を課している年間 2500 億ドル相当の中国からの輸入品を含まない」とするなど米中制裁『第 4 弾目』の発動を示唆する考えを示した。仮にこれが発動されれば、中国の対米輸出品のほぼすべてに制裁関税が課されるという『異常事態』となるなど中国経済への下押し圧力が一段と強まる一方、その対象は日用品を含む幅広い消費財に広がることを勘案すれば、翻って米国経済にも物価上昇や企業業績の悪化などを通じて悪影響が出ることも懸念される。中国政府は、年後半の経済政策運営について政策総動員による景気下支えを図る姿勢を示しているが、過去に行われた景気刺激策を教訓に債務拡大を警戒する姿勢を崩しておらず、結果的に『良くて景気底打ち』といったところへの収束を狙っている可能性がある（詳細は 1 日付レポート「[中国政府は雇用重視政策前進の一方、人民銀は不動産市場を警戒](#)」をご参照下さい）。過去には中国による景気刺激策は中国経済への依存度が高いアジア新興

図 2 世界貿易(前年比)の推移



(出所)オランダ経済政策分析局(CPB)より第一生命経済研究所作成

国で 25%の制裁関税を課している年間 2500 億ドル相当の中国からの輸入品を含まない」とするなど米中制裁『第 4 弾目』の発動を示唆する考えを示した。仮にこれが発動されれば、中国の対米輸出品のほぼすべてに制裁関税が課されるという『異常事態』となるなど中国経済への下押し圧力が一段と強まる一方、その対象は日用品を含む幅広い消費財に広がることを勘案すれば、翻って米国経済にも物価上昇や企業業績の悪化などを通じて悪影響が出ることも懸念される。中国政府は、年後半の経済政策運営について政策総動員による景気下支えを図る姿勢を示しているが、過去に行われた景気刺激策を教訓に債務拡大を警戒する姿勢を崩しておらず、結果的に『良くて景気底打ち』といったところへの収束を狙っている可能性がある（詳細は 1 日付レポート「[中国政府は雇用重視政策前進の一方、人民銀は不動産市場を警戒](#)」をご参照下さい）。過去には中国による景気刺激策は中国経済への依存度が高いアジア新興

国のみならず、世界経済全体をも押し上げることに繋がる動きがみられたものの、今次局面においてはそうした過度な期待を抱くことは難しくなっている。よって、多くの新興国にとっては内需の喚起を通じた景気の下支えを図る必要に迫られており、その手段として相次いで利下げ実施をはじめとする金融緩和に動く流れに繋がっており、米F R Bによる『ハト派』姿勢への転換は文字通り『渡りに船』の状況であったと捉えられる。先日のF O M C後における米F R Bのパウエル議長の記者会見では、市場予想に比べて『ハト派』度合いが弱い姿勢がうかがえたものの、仮に米トランプ政権が対中制裁の『第4弾目』の発動に踏み切り、それに伴い米国景気に下押し圧力が掛かる事態となれば、景気下支えの観点から追加の利下げ実施に動かざるを得ない状況も考えられる。足下の世界経済は頭打ちの様相を強めているものの、依然として緩やかな拡大を続けており、こうした状況が維持されるなかで米F R Bが緩和姿勢を強めることは、新興国にとってはさらなる『利下げドミノ』の動きを後押しする材料になり得る。

しかし、足下においては米国経済にも米中摩擦の激化や世界経済の頭打ちなどの余波が及ぶ兆しが出ている。2015～16年にかけてのいわゆる『チャイナ・ショック』をきっかけとする国際金融市場の動揺が一巡した後、世界経済の回復の動きに歩を併せる形で上昇傾向を強めた製造業景況感は昨夏をピークに頭打ちしている。なお、直近においても依然として好不況の別れ目となる『臨界点』を上回る水準を維持しており、直ちに景気後退局面（リセッション）入りなどが意識される状況にはほど遠い。しかし、先行きに影響を与える指数は悪化するなど、実態は表面的な動きほど良好とは言いがたい状況もうかがえる。

そうした状況において、米トランプ政権が対中制裁の『第4弾目』の発動に踏み切ることは、上述のように世界貿易を一段と下押しすることで米国の製造業にとって外需を通じた景況感の重石となるのみならず、国内物価の上昇を通じて内需の下押し要因となる可能性も考えられる。なお、過去10年以上に亘る米国の景気拡大局面においては、外部要因などをきっかけに度々製造業景況感が頭打ちの様相を強める場面がみられたものの、米国株が堅調な推移をみせたことで家計消費をはじめとする内需が押し上げられ、結果として米国経済は下支えされてきた。よって、米F R Bによる追加的な利下げ実施などを通じて米国株が堅調を維持することが出来れば、足下と同様に米国経済が世界経済を下支えして緩やかな拡大を続けると期待され、結果的に新興国にとっては利下げ実施による景気下支え余地も広がると見込まれる。

図3 米国の製造業景況感(ISM 製造業 PMI)の推移



(出所) CEIC より第一生命経済研究所作成

図4 米国株式指数(ダウ平均)の推移



(出所) Refinitiv より第一生命経済研究所作成

しかし、足下で『一人勝ち』を続ける米国経済が減速傾向を強めれば、世界経済の頭打ちの度合いが一段と強まり、結果的に国際金融市場では一気に『リスクオフ』ムードが広がることも懸念され、新興国は一転して防戦に追われる状況も予想される。他方、米中摩擦の激化に伴い米国で物価上昇圧力が強まれば、米F R Bは一転して利上げ実施を余儀なくされることも考えられ、その場合も新興国にとっては足下の望ましい環境が一変する可能性もある。つまり、足下における新興国による『利下げドミノ』を容易にしているのは米F R Bの姿勢転換だが、今後もこうした環境が続くか否かは米トランプ政権の政策、ひいては米国経済の動向が左右するなど『米国頼み』と考えられ、新興国が自発的に政策決定を行う余地は小さいと言えよう。

以 上

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。

