World Trends

発表日:2019 年 10 月9日(水)

先行きはリスク要因の「同時多発化」が一層懸念される

～新興国発のリスクイベントは各々の影響は限定的だが、重なれば「カネ廻り」の悪化懸念は高まる～

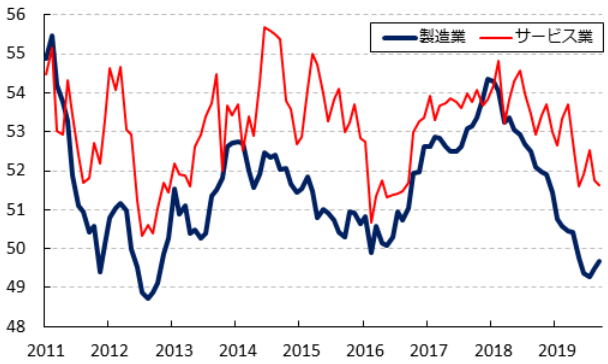
第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
主席エコノミスト 西濵 徹(TEL:03-5221-4522)

(要旨)

- 足下の世界経済は減速懸念を強める動きをみせる一方、国際金融市場は世界的な「カネ余り」を背景に比較的堅調に推移する対照的な状況にある。米中協議の行方は依然不透明ななか、今後は一段と激化の度合いを強める可能性は高い。結果、世界経済に一段と下押し圧力が掛かり、減速が意識される展開が懸念される。
- 他方、米 FRB は量的金融緩和政策の再開を示唆しており、世界的な「カネ余り」が一段と進む可能性はある。ただし、過去 10 年超に亘る景気拡大局面では量的緩和政策が減速懸念の後退を促したが、足下では米中摩擦などで世界貿易は急速に萎縮しており、金融緩和の「神通力」が通じるかは不透明である。来年の米大統領選を控えて一部に米中摩擦の後退期待はあるも、実態は不可逆的に悪化する方向は変わらないとみられる。
- 世界経済の拡大局面では「ショック」による国際金融市場の動揺は比較的短期に収束し得るが、減速が意識される状況ではイベントリスクに注意が必要である。中東情勢やアルゼンチンの債務問題、南アの格下げリスクなど各々の影響は限定的とみられるが、これらが同時多発的に重なれば、世界的な「カネ余り」を背景に年明け以降、新興国では資金調達が再び活発化しており、「カネ廻り」に影響を及ぼし得る点には要注意である。

足下の世界経済を巡っては、昨年来の米中摩擦の激化に加え、保護主義姿勢が広がりをみせるなど世界貿易の萎縮に繋がる動きが強まっていることを受けて頭打ちの様相をみせるなか、これまで『一人勝ち』の様相をみせてきた米国経済でも製造業を中心に企業マインドが急速に悪化する動きもみられる。明日(10 日)には米中閣僚級協議が再開される予定となっているものの、その直前に米トランプ政権は中国国内(新疆ウイグル自治区)での少数民族に対する弾圧を理由に中国企業 28 社・機関を対象とする禁輸措置を発表したほか、同様の理由で中国政府及び共産党当局者を対象とするビザ発給の制限を発表するなど強硬姿勢をみせており、協議の行方は不透明な状況にある。他方、国際金融市場においては、年明け以降の米ＦＲＢ(連邦準備制度理事会)の『ハト派』姿勢転換に加え、その後は「予防的利下げ」に動いているほか、ＥＣＢ(欧州中央銀行)も金融緩和を再開させるなど先進国を中心とする金融緩和を受けて世界的な『カネ余り』が一段と強まるとの見方が強まっている。世界経済の減速懸念や米中協議を巡る不透明感の高まりは国際金融市場に短期的に悪影響を与える動きがみられるものの、世界経済が依然緩やかながら拡大を続けるなかでは『パニック』的な状況に陥る事

図 1 世界の製造業･サービス業 PMI の推移

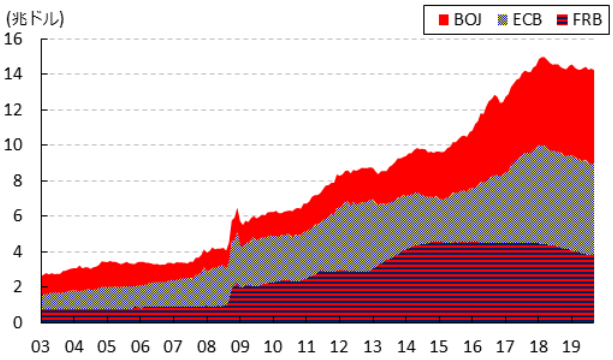


(出所)IHS Markit より第一生命経済研究所作成

態には至らず、全世界的に金利が一段と低下するなかで好材料が出れば一転してリスクマネーの動きが活発化する動きもみられる。このように、足下の世界経済と国際金融市場を巡る状況は対照的な状況にあると考えられる。なお、世界経済の減速懸念が強まっていることを受けて、世界的に製造業の企業マインドは悪化傾向を強めるなど景気減速が意識される展開となる一方、対照的にサービス業の堅調さが世界経済を下支えしてきた。しかし、足下では上述のような世界的な金融緩和に伴う『カネ余り』にも拘らず、世界経済の減速懸念やそれによる国際金融市場の動揺が重石となる形でマインドに下押し圧力が掛かるなど、全体的に厳しい状況に直面している。さらに、過去に行われた米中閣僚級協議では事前において双方が歩み寄りの動きをみせていたにも拘らず、開催直後になって米トランプ政権が強硬姿勢を示す展開が続いてきたことを勘案すれば、今回も両者が容易に妥結点を見出すことは難しいと考えられ、同様の事態となる可能性はくすぶる。なお、米トランプ政権は今月 15 日付で対中貿易制裁の『第１弾目』から『第３弾目』に該当する制裁関税の税率を 25%から 30%に引き上げる方針を明らかにしているほか、12 月には『第４弾目』の残りの制裁が発動される予定であるなど、米中摩擦は一段と激化する可能性はくすぶっている。こうした動きを受けて、足下では辛うじて俵に足が掛かる状態にあるも景気拡大を維持している世界経済に対する下押し圧力が一段と強まり、結果的に景気減速がこれまで以上に意識されることも懸念される。

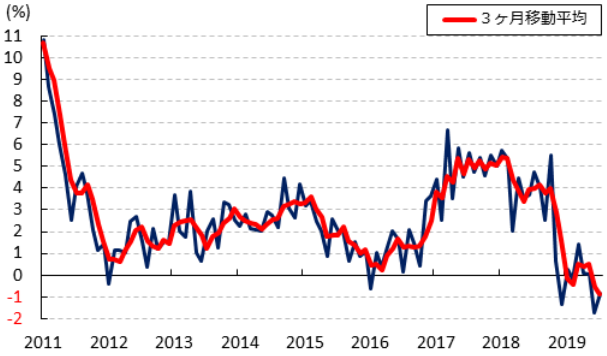
なお、米ＦＲＢのパウエル議長は足下の短期金融市場が動揺していることに対応して、バランスシート規模の再拡大を示唆するなど、長期的な解決策の導入を模索する姿勢を明らかにしており、一昨年以降のバランスシート規模の縮小に伴い主要国中銀による資金供給量は頭打ちの状況が続いてきたものの、再び拡大傾向に転じる可能性が高まっている。こうした動きが具現化されれば、上述のように足下の国際金融市場では世界的な『カネ余り』の長期化を好感する向きがみられるなか、そうした期待を後押しすることで実体経済の動きと対照的に活況を呈する余地は小さくないと見込まれる。製造業の企業マインドは世界貿易、ないし世界経済の動向に大きく左右される傾向があるものの、サービス業の企業マインドは足下では製造業と同様の動きをみせる一方、国際金融市場の動向によってその影響が減じられる傾向があることを勘案すれば、米ＦＲＢが量的金融政策を再開させることで世界的な『カネ余り』の傾向が強まることは、世界経済の下支えに繋がると期待される。こうした動きは、過去 10 年以上に及んでいる足下の世

図 2　主要国中銀のバランスシート規模の推移



（出所）Bloomberg より第一生命経済研究所作成

図 3　世界貿易量(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

界的な景気拡大局面においても、国際金融市場の動揺や景気減速が懸念された局面において米ＦＲＢが量的金融緩和政策の強化に動いたほか、ＥＣＢや日銀も同様に量的金融緩和政策の強化を通じて景気下支えを図ってきた状況と重なる。ただし、足下の世界貿易はすでに前年を下回る伸びに転じるなど急速に下押し圧力が強まる動きが顕在化しており、上述のように今後は米中摩擦が一段と激化する可能性が高まっていることを勘案すれば、この動きが早期に一変する状況は想定しにくくなっている。それ以上に、米中摩擦が一段と激化することで中国景気への下押し圧力が強まれば、そのこと自体が世界経済の下押しに繋がるとともに、結果的に製造業の企業マインドの悪化をもたらす要因となり得ることには注意が必要である。なお、米国では来年秋に大統領選が予定されており、景気の悪化は選挙戦の逆風になりやすいことから米中摩擦の一段の悪化は避けられるとの見方も根強くみられるものの、変な『折れ方』は反って選挙戦のマイナス要因となるリスクもあり、スピード感の差こそあれ米中摩擦は不可逆的に悪化方向に向かう展開は変わらないと予想される。

そうした場合、今後において一番注意すべきは国際金融市場の動揺に繋がり得るイベントの有無になるが、世界経済が依然緩やかな拡大を続ける環境においては一時的に激しく動揺する可能性はあるものの、世界的な『カネ余り』を追い風に比較的早期に収束し得る余地はあると考えられる。しかし、上述のように世界経済に一段と下押し圧力が掛かりやすい局面にあることから、景気減速が意識される状況下で『ショック』に見舞われることになれば、そのことをきっかけにかつてない規模に膨張しているマネーに一転して収縮の動きが強まることも懸念される。米トランプ政権による『青写真無き中東政策』をきっかけに、先月にはサウジアラビアの石油精製施設にイエメンの反政府勢力（フーシ派）が首謀したとされる攻撃がなされ、フーシ派の事実上の後ろ盾となっているイラン情勢を巡って緊張が高まる動きがみられるほか、足下ではシリアにおいて同国北東部にトルコが軍事作戦を仕掛ける兆候もみられ（詳細は８日付レポート「トルコはシリア問題で「一線を超え」るか」をご参照下さい）、中東情勢はこれまで以上に見通しが立ちにくくなりつつある。他方、南米アルゼンチンでは今月 27 日に大統領選が予定されているが、直近の世論調査においても野党候補の勝利に伴い政権交代が行われる可能性が高く、８月の予備選以降同国金融市場は混乱状態が続いているなか、一段の混乱も予想される上、次期政権下ではＩＭＦ（国際通貨基金）による支援の動きも見通しにくくなり得る（詳細は９月 26 日付レポート「アルゼンチン、実体経済も債務の行方も先がみえず」をご参照下さい）。また、トルコ同様に経済のファンダメンタルズ（基礎的条件）が脆弱な南アフリカでは、足下の企業マインドは一段と低下するなど景気減速が意識されやすい状況が続くなか、国営企業をはじめとする公的セクター改革の行方如何により主要格付機関が格下げに動く可能性もくすぶるなど、難しい政策運営に直面している（詳細は９月４日付レポート「「手放しで喜ぶ」にはほど遠い南アフリカのプラス成長回帰」をご参照下さい）。これらの新興国発での国際金融市場の動揺を招き得るイベントは、夫々が持つインパクトは決して大きくないとみられるものの、一度にこれらが重なる形で表面化する事態となれば収束に時間を要するほか、そのことがドミノ的に国際金融市場環境の悪化をもたらす可能性が懸念される。これら以外にも、世界では英国によるＥＵ（欧州連合）離脱問題など、先行きの見通しが立ちにくい上に世界経済に影響を及ぼし得るイベントは山積している。世界的な『カネ余り』の長期化に加えて国際金融市場環境の改善を追い風に、年明け以降の新興国では資金調達が再び活発化する動きが出ており、当面は『カネ廻り』の

動向に注意する必要性が高まるなか（詳細は２日付レポート「良好な市場環境のなかで新興国に求められるものとは」をご参照下さい）、今後はリスクイベントの同時多発化という新たなリスクにも注意を払う必要性が高まっている。

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。見通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。