

景気失速を回避できる政策余力の大きい国と小さい国

取締役 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

製造業の減速を非製造業が補う先進国

米中貿易戦争が激化するなかで、世界経済は引き続き減速傾向を辿っている。もっとも、減速に偏りがあり、世界的に生産活動の減速が顕著な一方で、個人消費などは堅調さを保っている国が目立つ。

生産活動の減速は、米中貿易戦争の影響もあるが、循環的な側面もある。すなわち、世界的に生産活動は在庫調整圧力に晒されており、日本では昨年から、米国では今年に入って在庫の伸びが出荷の伸びを上回る在庫調整局面に入っている。したがって、足元での世界的な生産活動の減速は、在庫調整局面による生産圧縮の動きに、米中問題が拍車をかけているとみることができよう。

一方で、個人消費の強さは、とくに日米欧の先進国が目立つ。なかでも米国は、雇用所得環境が引き続き良好で、消費者の景況感も記録的な高水準にあるなど、消費を取り巻く環境は好調だ。加えて、今年に入って以降目立つ金利の低下により、昨年は減少傾向を辿った住宅販売戸数も盛り返している。

このように、生産部門の減速を堅調な個人消費が穴埋めするような格好で景気全体の失速を免れているのは、ユーロ圏や日本でも同様だ。ただし、日本の消費を取り巻く環境は、実質賃金の伸びはマイナスで、消費者の景況感も悪化傾向を強めるなど、厳しさを増している。足元の消費を支えているのは消費増税前の駆け込み需要によるところが大きいと考えられ、増税後の反動減による落ち込みが懸念される。

景気の命綱を支える政策対応余地に格差

さて、米中や日韓の問題、ブレグジットなど、国際情勢

は混迷の度を深めており、改善の兆しはみえてこない。これにより、製造業の在庫調整は遅れ、景気へのマイナスの影響が製造業部門の雇用の悪化などを通じて個人消費にも波及する可能性は否定できない。したがって、そうしたマイナス圧力増大リスクに対応するための政策による景気下支え力が、これからは各国の景気を左右し、市場もそうした政策対応余地に関心を持つこととなる。

その点でも、米国の優位性は目立つ。2015年以降利上げを行ってきたことで、米国の中央銀行であるFRBには金利を引き下げる余地が(他の先進国よりも)大きい。実際に、市場金利の低下は住宅需要を刺激し始めている。2020年に大統領選挙を控える中で、財政面からの景気刺激策が実行される可能性も十分にある。

一方で、対応余地が小さいと考えられるのが日本だ。市場は日銀にも米国のような金融緩和策を期待しているが、それが景気を刺激する効果がどの程度あるのかと問われれば、これまでの長期にわたる緩和策と同様、強い効果は期待できない。無論、財政政策では消費税率の引き上げを行うため、これによる負担分を遙かに上回るような財政面からの景気刺激策は考えにくい。

政策対応余地の差は株価の差に繋がる公算

先の見えない国際情勢と、景気失速のリスクに気をもみながら、これを回避する可能性を高める政策対応余地に、市場の関心は集まってこよう。その点で、生産減速・消費堅調という、一見すると似通った景気の構図にある先進国でも、今後の株価のパフォーマンスは大きく異なってくる可能性が高いのではないかと。