

2017年 世界経済展望

注意すべきはエマージング諸国の「想定外」か

おおやま つよし
リスク管理戦略センター長 **大山 剛**

1. 2016年に現実化した「想定外」リスクの評価

リスク管理を専門とする者にとって、2016年は本当に波乱に満ちた1年であった。メディアがどんなに事前に騒いでも、結局は（メディア自体が予想する）予定調和的な世界に落ち着くことに慣れてきた私達には、そのシナリオを完全に裏切るような結果が続くことに対し「免疫」ができていなかったのかもしれない。想定外の事態とは、言うまでもなく、昨年6月の英国国民投票におけるEU離脱の支持であり、11月の米国大統領選挙における共和党候補トランプ氏の当選である。さらに付け加えるならば、トランプ氏当選以降に発生した株高、金利高、ドル高のトランプ相場や、国民投票以降の英国経済の盛り上がりも、事前の悲観的な予想を大きく裏切るものであった。

私自身の、2015年末時点の2016年の予想はと言えば、主要国による金融緩和の一段の強化による金融相場の強まりであり、結果としてマクロ経済的には「2010年代の最後の良い年」になるというものであった。リスクオンの流れに乗った強い相場が終わるという結論自体は当たったものの、そこに至るプロセスは、トランプ候補の米国大統領当選により、大きく異なるものとなった。また当時の私の予想は、「最後の良い年」という表現が示唆するように、2018年には過熱化した金融相場に転機が訪れると読んでいたわけだが、このシナリオも、トランプ新大統領の政策により、変更を余儀なくされている。

以下では、2017年にグローバル経済や金融で起こり得る事態を、特にリスク管理という視点から考えることとする。そのためには、まず、上記に示した2016年の「想定外」の事態がなぜ発生したのかを突き止める必要がある。

英国国民投票におけるEU離脱派の勝利、さらに米国大統領選におけるトランプ候補勝利の背景には、今世紀に入って以降、マクロ経済全体が成長を謳歌する中で、この成長に取り残されてきた非大都市部に居住する白人低中所得層の大きな不満があると言われている。米国と英国に共通する点は、経済のグローバルイゼーションや

恒常的な超金融緩和政策に伴う資産価格高騰の結果、貧富の差が一層拡大する中で、これまで経済成長の主役であった白人中産階級の、経済的視点でみた相対的なポジション（対富裕層や対移民）が大幅に悪化したという事実である。

もっとも、上記のような要因は、英国国民投票や米国大統領選の結果が出る前から言われていたことであり、これ自体が「想定外」の結果を招いたとは言いがたい。むしろ想定外となった背景には、こうした要因の影響を「過小評価」した「メディアの傾向」があったと考える方が自然であろう。メディアの傾向とは、世論調査の手法（限定されたサンプルからの推計手法等）や、メディア自体が持つバイアス（例えば、米英の民主主義制度〈極端な意見を予め排除するフィルタリング機能等〉に対する過度の信頼）を指す。2016年中の相次ぐ「想定外」の発生は、SNS等の普及によりメディアによる世論誘導効果が弱まる中で、都市部の世論が全体の世論に一定の影響を及ぼすという過去のパターンからの断絶が発生し、こうした動きをメディアが正確に予想することも出来なかったことに求められるのではないかと筆者は考える。

2. 欧州に想定外の再来はあるか

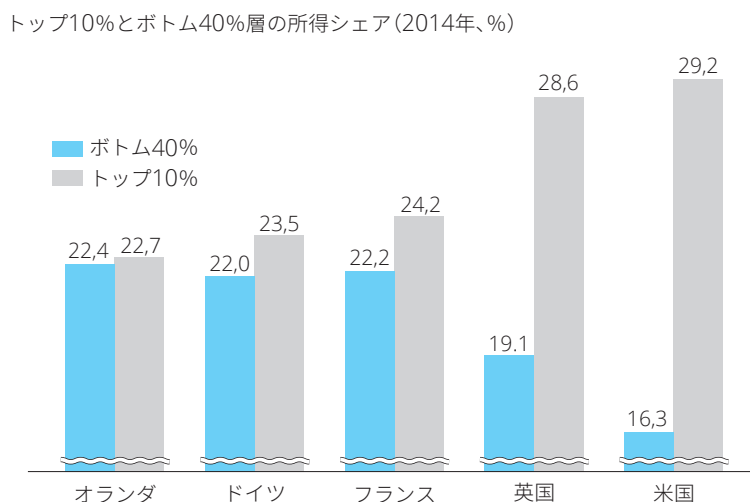
そうした意味で、本年の「想定外」ナンバーワンとして、よくメディアに登場するのが、この先予定されている欧州大陸における選挙結果である。具体的には、3月のオランダにおける総選挙、4月、5月のフランスにおける大統領選挙、秋のドイツにおける総選挙、そして本年に前倒しで実現するかもしれないイタリアの総選挙が挙げられる。特にオランダでは極右派政党が政権を握りEU離脱を目指すか、またフランスでは極右のルペン候補が大統領に当選し、やはりEU離脱を目指すかが大きな話題となっている。仮にフランスがEUを離脱することになれば、これまでドイツとともにEUの屋台骨を支えてきた国でもあり、ユーロやEUが空中分解してしまうとの見方が多い。そうなれば、かつての欧州ソブリン危機時と同じように、グローバル・リスクオフの嵐が世界を吹き荒れるかもしれない。

もっとも、筆者の見方としては、こうした「想定外」は、

とりあえず「想定外」のままが良いのではないかと考えている。勿論、米英の「想定外」イベントの延長線上に、オランダやフランスのイベントを重ねることも出来る。但し、米英のイベントの根源的要因として指摘されている貧富の差の拡大に関しては、統計が、米英対比でみて欧州大陸諸国の状況が、それほど深刻ではないことを示している（図表1）。また、やや気になるのは、先日お

会いすることがあった初代欧州理事会議長のヘルマン・ファン・ロンパウ氏が指摘しているように、欧州大陸の「想定外」を現在囃しているのは、既に「想定外」が発生してしまった米英のメディアであることが多く、これに対し大陸諸国のメディアは意外に冷静だということである。

（図表1）米英と欧州大陸諸国（ドイツ、フランス、オランダ）における所得分布の比較



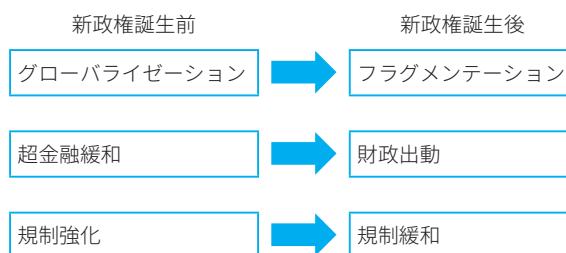
（出所） OECD Income Distribution Database, November 2016に基づきトーマツが作成

確かに、オランダで極右政党である自由党は第一党となる勢いであるが、それでも同党の得票率は2割程度であり、さらに他の主要政党の全てが同党との連立を明確に否定する中で、自由党が政権を握る可能性は限りなく低い。またフランスも、極右のルペン氏の当選の蓋然性は、ブックメーカーの指標に基づく限り、1月末現在で2割強に止まっており、現在リードを許すフィヨン氏やマクロン氏に敗れば、決戦投票にさえ進めない可能性も出ている。このように考えると、欧州大陸における「想定外」の発生は、今年の米英の現象とは逆に、米英のメディアによって「過大評価」されている可能性が高いように見える。

思う。米英、特に米国で起きたイベントは、これまで世界経済を支配してきた3つの潮流を大きく変える可能性があるからだ。

これまでの3つの潮流とは、「グローバルイゼーション」、「超金融緩和」、及び「規制強化」を指す。これらが今、新しい3つの潮流、つまり「フラグメンテーション」、「財政出動」及び「規制緩和」によって、取って代わられようとしている（図表2）。

（図表2）米英における新政権の誕生を起点とした3つのトレンドの変化



3. 2016年に見えてきた3つの新しいトレンド

(1) 「グローバルイゼーション」から「フラグメンテーション」

それでは、仮に欧州大陸における「想定外」がなかったとして、2017年における世界経済はどのようなものとなるのであろうか。これを探るカギは、やはり、2016年に発生した想定外イベントに隠れているように

グローバリゼーションは、言うまでもなく、物、サービス、人、資本の国境を超えた流れの自由化・活発化、さらには金融規制等の国境を超えた共通化の動きのことである。このグローバリゼーションの潮流が、2000年代以降、中国を含むエマージング諸国経済の急速な成長をもたらすと同時に、サプライ・チェーンの拡大・深化を通じて、先進国経済を含めた世界経済の相互依存関係を強めていった。もっとも、こうした流れは同時に、エマージング諸国に対し比較優位を失った米国等の製造業やそこに従事する労働者階級の没落を招き、これが今回のトランプ大統領の実現という「想定外」をもたらしたことは既述のとおりだ。

グローバリゼーションとは、貿易等を通じた「比較優位」の徹底的な活用であり、その点では、エマージング諸国のみではなく、米国を始めとした先進国全体の厚生を大きく増加させた。もっとも、その分配が例えば米国民の目から見て「フェア」と映るか否かは別の問題だ。実際、グローバリゼーションの結果、例えば、多国籍企業の収益はますます拡大し、これが米国の経営者や資産家の所得を増やす一方で、米国の労働者はエマージング諸国の労働者との比較に晒される中、その所得は良く横這い、多くのケースでは減少する（或いは職さえ失う）こととなる。勿論、西海岸のIT系企業に転職ということも考えられるが、この分野でも、インドや中国からの優秀な移民が活躍するということになれば、ラストベルト（経済的に疲弊した米国中西部等の工業地帯）の白人たちは行き場を失うこととなる。

こうした中で、米国中西部や英国の非大都市部の白人中産階級から出てきたのが反グローバリゼーションの動きであり、移民や貿易に対する否定的な声だと言える。換言すれば、「現代版ラッダイト運動」とでもいえようか。こうした声を受けて誕生したトランプ米国大統領やメイ英国首相が推し進める政策は、まずは移民の制限であり、米国に関しては保護貿易主義への転換、英国に関してはEUからの制度面での独立、ということになる。このように、米英の新政権が推し進めようとする政策は、これまでの「グローバリゼーション」から、海外からの人やモノの移動・制度面での孤立・独立を目指す「フラグメンテーション」に大きく舵を切るものだといえる。

実はこうした動きは、今回の米英の政治的イベントに起因するものだけではない。特に金融規制面では、本年初までに実現する予定であったバーゼル3の合意が延期となるなど、バーゼル銀行監督委員会を中心に国際金融規制を策定する「バーゼル・プロセス」そのものが崩壊の危機に瀕している。これも、後に説明する、金融危機後の過度の規制強化への反動と同じように、過度の規制共通化に対する反動として捉えることが出来る。

(2) 「超金融緩和」から「財政出動」

これまでの世界経済を支配してきた二番目の潮流が「超金融緩和」である。日本のみならず、多くの先進国が、長期的な貯蓄過剰、生産性低下の流れの中で、特に2008～10年のグローバル金融危機以降、デフレに陥る危機に瀕したのは記憶に新しい。これに対し、先進国の中央銀行が積極的に採用した政策が、「超」が付く金融緩和である。「超」とは、ノーマルな金融緩和を超えるという意味であり、具体的には、ゼロという金利の下限に張り付く中でベースマネーの供給「量」を無理やり拡大する「量的金融緩和」や、さらにゼロを金利の下限とするのではなく、マイナスの世界まで飛び込んでいく「マイナス金利」がこれに当たる。いまでも、欧州と日本の中央銀行は、両者を採用しているほか、米国の中央銀行でも、従来の量的金融緩和で膨らんだ中央銀行のバランスシートを維持したままの状態が続いている。

こうした政策は、デフレに喘ぐマクロ経済に対し何がしかの浮揚効果（特に為替安や資産価格上昇を通じた効果）を与えたと言われているものの、特に資産価格の上昇に関しては、富裕層と低所得者層間の所得格差を一段と拡大する副作用を招くこととなった。そして、こうした富裕層、或いは資産価格上昇からの利益を直接受ける金融業界に対する中産階級の反発も、米英における「反乱」の重要な要素となっている。これに対し、米英の新政権が新しく打ち出している、インフラ投資の拡充等積極的な財政刺激策の採用は、過度の金融政策への依存を下げると同時に、公共投資やインフラ整備に伴う投資環境の改善等を通じた労働者階級への直接的な利益供与につながるという意味でも、中産階級のこれまでの不満に答える内容となっている。

(3) 「規制強化」から「規制緩和」

最後に、世界経済をこれまで支配してきた3番目の潮流が「規制強化」である。代表的なものは、グローバル金融危機以降の金融規制の強化であるが、これ以外でも、例えば地球温暖化に対する懸念から環境面での規制強化が進んできた。なお、こうした規制の強化は、当局主導で動いているものの、例えば金融規制であれば、大手金融機関の貪欲さに呆れた一般国民から、また環境規制であれば、将来世代の環境を憂うグループ等からも強く支持されてきた。そうした意味では、前二者の潮流である「グローバリゼーション」や「超金融緩和」とは、やや様相が異なるといえる。

米英の新政権は今、こうした規制強化の動きを大きく変えようとしている。例えば、米国では、ムニューチン財務長官候補が「ボルカー・ルールは維持する」と言いつつ、SEC（証券取引委員会）委員長やCFTC（商品先物取引委員会）委員長には、業界寄り、或いは規制緩和論者が就く見込みである。今後FRBの銀行監督分野の副議長に就き、ブルーデンス政策に大きな影響を与える

FRBの新理事任命が控えているものの、少なくともこれまでの人事面からは、従来の規制強化一辺倒路線からの大きな変化が読み取れる。さらには環境規制面では、これまでの規制強化に異を唱えてきたプリティット氏を環境長官に指名すると同時に、トランプ大統領の就任直後には、これまで環境面への懸念からオバマ前大統領が認めてこなかった原油のパイプライン計画をすぐ承認するなど、既に大きな路線転換が明確となっている。また英国でも、EU離脱に伴いこれまで享受してきたパスポート制度からの恩恵を失うロンドン・シティ等の金融業界向けに、従来の規制強化路線から一変して、大胆な規制緩和路線に再び舵を切るとはならないかとの話も出ている。

こうした動きが、米英の新政権を支持した白人中産階級の声を代弁しているかは、かなり疑わしいものがある。この潮流変化に関しては、むしろ、これまで不満を溜めてきた業界の声を代弁しているとみるほうが自然であろう。これは同時に、今後、例えば金融業界を恨む支持層からの批判を招くリスクがあることも意味する。

4. 新しいトレンドの延長線上に見える世界経済とは

ここで指摘した3つの新しい潮流は、まだ米英内の動きに止まっており、これが世界の新しい潮流になるか否かは定かではない。但し、これまでの3つの潮流を推し進めてきたのが当の米英であったことや、国際的なルールを作る上での米英の存在感の大きさ、さらには米国の経済面での圧倒的影響力の大きさを考えれば、米英における潮流の変化が、全世界の潮流変化につながる可能性は大きいといえる。

したがって、2017年の世界経済の動向を考える上でも、新しい3つの潮流のインパクトを考えることが重要となる。ここでのインパクトとは、短期的な景気に与える影響に加え、長期的な動向を左右する、様々な不均衡に与える影響も含む。

まず、グローバルイゼーションからフラグメンテーションへの変化のインパクトを考えてみたい。これは、短期的視点で見れば、確実にマクロ経済を下押ししそうだ。比較優位に基づく国際分業を否定するのがフラグメンテーションであることから、その分経済の効率性は確実に落ちる。この結果、これまでの効率性から得られた果実の配分も、その多くを享受してきたエマージング諸国のみではなく、米英を含めた先進諸国でも（例えば、国産品による輸入代替が物価上昇を招くこと等で）低下することとなる。実際、米国トランプ政権の保護貿易主義の導入や、英国のEU離脱が、米英のマクロ経済に相当程度のネガティブな影響を加えることは、様々な機関が予想するところである。

その一方で、行き過ぎたグローバルイゼーションに歯止めをかける動きは、これまで政府から「見捨てられてきた」中産階級の不満を発散させる手段として重要であることも事実だ。こうした不満が嵩じれば、それこそナショナリズムや地政学的冒険主義に結び付くことも考えられる。そのように考えれば、仮にフラグメンテーションや保護主義の動きが、中産階級にも政府が配慮していることを示す程度の「管理された」ものに止まる限り、中長期的にはむしろ経済や政治運営に安定をもたらすかもしれない。

次に「超金融緩和」から「財政出動」への変化のインパクトであるが、これは短期的には大きな景気浮揚効果をもたらすものと考えられる。実際、ゼロ・バウンドを前にした金融政策効果の限界や超金融緩和の弊害が大きくなる中で、IMF（国際通貨基金）等国際機関も、随分以前から、財政拡大余地の大きい米国に対し、拡張的な財政政策を促してきた。トランプ政権が、公約通りに、大幅減税を実施すると同時に、インフラ投資の拡大を通じた財政拡張を実現するならば、これらは確実にマクロ経済の底上げに寄与する。また同じようなことが、英国メイ首相の、地方におけるインフラ投資拡大政策にも当てはまる。もっとも、足許の米国はほぼ完全雇用に近い状況にあるため、ここからの更なる景気刺激策は、物価の上昇や金利の上昇、そしてその結果としてのドル高を招く可能性も非常に高い。これは、一層の輸出企業等製造業の不振や貿易赤字の拡大につながる。つまりは、トランプ政権の支持層を裏切ることもなかりかねない。

「超金融緩和」から「財政出動」へのシフトは、米国が抱える不均衡にはどのような影響を与えるのであろうか。これまでの金融緩和への過度の依存に伴う資産価格の異常な高騰（資産バブル）は、今後金利が上昇するに伴い抑制されるかもしれない。その一方で気掛かりなのは、積極的財政政策が招く、将来的な財政赤字の拡大や経常収支の赤字である。後者は既に、GDP対比でみて5%に達しており、次第にグローバル金融危機直前の8%水準に近づいている。仮に今後出てくる財政支出が米国の潜在成長力を高めるようなものとなれば、経常収支赤字のある程度の拡大は許容されるかもしれない。逆に、投資の内容が限りなく「消費」に近いものとなれば、公費の無駄使いの懸念は高まることとなる。特に、グローバルイゼーションを犠牲にする中での財政の拡張では、インフラ拡充によるエマージング諸国型の成長基盤は高まっても、米国に本来比較優位がある技術革新の盛り上がりによる成長加速を期待することは難しいかもしれない。

最後に「規制強化」から「規制緩和」へのシフトであるが、短期的には、特に環境規制面でシェールガス等の資源開発が容易になる面は、プラスの効果がありそうだ。また金融規制面でも、ドット・フランク法等一度成立し

た規制を撤廃することは難しくても、新たな規制導入を防ぐ、或いは過去の規制も実質骨抜きとすることで、金融機関の規制負担を軽くし、これにより金融仲介機能を強化する効果も期待できる。実際、トランプ氏が大統領選で勝利して以降、株式市場はこうした効果を先取りして金融株や資源株を押し上げてきており、既に資産価格上昇を通じた景気浮揚効果は現実化しているといえる。

中長期的にみた場合には、米国等の金融システムの安定性や、地球温暖化といった長い目でみた環境面への影響が気になる所だ。確かに足許は、金融危機以降に導入された様々な施策により、米国を始めとしたグローバル金融システムの危機的事象への耐久度はかなり強くなったといえる。同時に最近では、大手金融機関に対し資本をさらに求める、或いは経営そのものに際し監督当局が直接口を挟むことに対する懸念が強まっている。したがって、振り子が戻るように行き過ぎた規制が是正されることは、「金融システムの抱える不安定性」という視点からみても、決してマイナスではない。但し、既述のとおり、本当に米国の国民が、そのような方向性に納得するかは別問題だ。また、最近の米銀ウェルズ・ファーゴの問題にみられるように、米国の大手金融機関の場合、自己資本や流動性バッファー等財務面では非常に強靱になった一方で、インセンティブ体系やガバナンスの面ではまだまだ課題を抱えているようにもみえる。したがって、規制緩和が、こうした面までも含めた当局の行動抑制を意味する場合は、金融機関に対する国民の不満が再び徐々に高まることも予想される。また環境規制面でも、長期的にみた環境面への負担に加え、多くの米国民の意識からのかい離が政治的不安定性をもたらす懸念は大きい。

5. 2017年グローバル経済のベースライン・シナリオとトランプ・リスクの読み方

それでは、新しい3つのトレンドは、2017年のグローバル経済にどのような影響を与えるのであろうか。マクロ経済の短期的浮揚効果という面では、「グローバルイゼーション」⇒「フラグメンテーション」はマイナス、「超金融緩和」⇒「財政出動」はプラス、そして「規制強化」⇒「規制緩和」はプラスとなる。この3つの効果を総合すると、筆者の考えでは、2017年には総じてマクロ経済にプラスの影響が加わるように思う。

理由としては、後述するように、「フラグメンテーション」を代表する米新政権の保護貿易主義への動きが、大統領の派手なパフォーマンスがある一方で、現実には非常に限定的な政策に止まるのではないかと考えているためである。さらにここでは、新政権と共和党間で、法人減税やインフラ面での財政支出に関しある程度の合意が比較的早い段階で成立し、秋以降の実際の財政拡張につながるという前提がある。この場合、2017年の米国

経済は、前半は、財政支出や規制緩和を期待する資産価格上昇に伴う浮揚効果、後半は実際の財政拡張に伴う浮揚効果が経済を押し上げることとなる。この間、金利高、ドル高の逆風は吹くものの、これは景気浮揚効果の「結果」なのであって、同効果の一部を減殺するにしても、全てが消えてなくなるわけではない。同時に欧州や日本といった先進国経済も、その恩恵を自国通貨安や輸出増加を通じて最大限享受する可能性がある。一方エマージング諸国は、シェールガス増産の余波で原油価格が伸び悩み、米国の金利高が資本流出を促し、為替安⇒物価高⇒金融引き締めをもたらすことで、むしろ景気の下押しが目立つ年となりそうだ。

一方でリスク・シナリオとしては、①大統領と閣僚、或いは共和党との意見対立から財政拡張や規制緩和に係る政策実行が進まず、結果的に現在のトランプ相場が大きな巻き戻しにあう、②保護貿易主義政策等フラグメンテーションを促す政策が実際に大々的に実施され、これが貿易の縮小や輸入物価の上昇を通じて、米国を始めとした世界経済を大きく下押しする、③対中国や中東政策等での米国のアグレッシブな姿勢が軍事的緊張の高まりや偶発的軍事衝突をもたらす、結果的にグローバル・リスクオフの流れが一気に強まる、④米国労働市場のスラックが予想外に小さいことで、財政支出の拡大が、大幅な物価上昇⇒大幅な金利高⇒大幅なドル高をもたらす、等が考えられる。

上記のうち、①と②をメイン・シナリオではなく、あくまでもリスク・シナリオに位置付ける理由としては、トランプ政権が最後は現実主義的政策を志向するという、筆者の予想がある。トランプ氏の大統領当選が、主にグローバルイゼーションの過程で経済的に没落した、中西部等の白人中産階級の不満を代弁することで実現したことは既に述べた。トランプ氏の場合はさらに、「見捨てられた」中産階級への同情を「上から目線」で語るのではなく、一般市井の思考回路や振る舞いまで取り入れて、人々が自分の姿をトランプ氏の発言・行動に重ねることできるようにしたことに特徴がある。トランプ大統領の選挙手法が、これまで彼が大成功を収めてきたリアリティ・ショーのやり方を踏襲したと言われる所以である。メキシコに対し国境税の導入を唱えるトランプ大統領が、共和党が出してきた国境調整税という案に対し「複雑すぎる」と苦言を呈したのも、リアリティ・ショー的な視点からは理解できる。

ここで問題となるのは、こうしたリアリティ・ショー的演出が、どこまで本当の「政策」としてシステムチックに採用されるかだ。政策の最終的な出口が、メキシコでの生産に係る原産地規則を厳しくするとか、中国からの一部輸入品に対してダンピング課税するとか、日本からの自動車輸入に再び総枠規制を導入するといったものに止まれば、米国や世界経済に与える影響は限定的なも

のに止まる。一方で、本気で、メキシコや中国からの輸入品に対し一律35%や45%といった関税を掛ける行動に出れば、米国経済を含む世界経済が大混乱に陥る。筆者としては、トランプ大統領が志向するのは、あくまでも「リアリティ・ショー」的演出により、彼の支持層を次の中間選挙までつなぎ留めておくことであり、それ以上のものではないと考えた。

6. 2017年の「想定外」は中国・エマージング諸国が主役？

米国や欧州の陰で、2017年の「想定外」リスクとしてやや目立たないのが、中国やエマージング諸国に係るリスクだといえる。ただ筆者としては、特に中国人民元の対ドル・レート大幅下落をトリガーとしたエマージング諸国へのショックの連鎖は、2017年に起こり得る最大のリスクの一つとして、注視すべきではないか考える。

中国に関しては、足許の経済状況を見る限り、再び落ち着きを取り戻している。もっとも、これは、財政拡張等を通じた景気刺激アクセルをふかすと同時に、長年の課題である遊休稼働資産のストック調整を先延ばしした結果とみることも出来る。高水準の民間債務はさらに積み上がり、潜在的な不良債権が処理されないまま残り、景気刺激のために財政赤字は拡大傾向で、経済的な不均衡は足許むしろ拡大傾向にある。さらにここに来て、経済に対する先行き不安や米国との金利差拡大から、対ドルでみた人民元安が止まらないリスク、或いは人民元を買い支えようとして外貨準備が急減するリスクも出てきた。

中国経済に対する先行き不安の理由の一つとして、中国経済が、エマージング諸国に典型的な「中心国の罌」に嵌っている可能性を指摘する向きもある。農村部から都市部への労働力人口のシフトが途切れ、これが都市部労働者の賃金の急激な上昇をもたらし、これまで経済成長の原動力であった輸出に係る相対的優位性が失われているというのだ。さらには、そこから飛躍するために必要なイノベーションや経済の構造改革が、近年情報統制を強めたことで困難化しているとの見方もある。実際、多くのエマージング諸国の中で、政治的民主化を果たさないうまま、中進国から先進国に移行できた国は、都市国家でやや例外的なシンガポール以外には存在しない（一方で政治的民主化を果たした、韓国や台湾等は先進国入り已成功している）。

こうした中であっても、今後の政権中枢の陣容が決まる秋の共産党大会を控えて、少なくともこの時期までは、政権は力づくでも経済の変調を抑えろとの見方が強く、このためベースライン・シナリオも、基本は緩やかな成長減速程度に止まっている。但し、米国の金利上昇が急

ピッチに進む一方で、米国との政治的な緊張の高まりが将来に対する不安を一段と高めるようになれば、人民銀行が人民元の大胆な調整（一時的な大幅切り下げ）に乗り出す可能性も否定できないと筆者は考える。先行きの更なる人民元安期待を払拭することで、さらなる外貨準備の減少を防ぐと同時に、輸出振興を促すことで（米国トランプ政権との対立は確実に増すものの）、マクロ経済的にもプラスの効果が期待できるからだ。

この場合、中国ではドル建て債務の返済困難化に伴う金融不安の発生等が懸念されるが、マクロ経済への下押しの影響が心配されるのは、むしろその他のエマージング諸国であろう。2016年初の状況をみても分かるとおり、人民元の下落がエマージング諸国の通貨にもたらす影響は大きい。さらに今回は、米国における金利上昇という逆風が吹く中での打撃となる。今多くのエマージング諸国は、様々な「成人病」を抱えて悩んでいる。一つは、中国でも指摘したように、政治的民主主義の混乱や後退の中で中進国からの飛躍が困難化している国だ。例としては、マレーシア、タイ、トルコ、南アフリカ等が挙げられる。もう一つは、何とか先進国に辿り着いたものの、今度は日本同様に、急激な労働人口の減少や高齢化の危機が迫っている国だ。この例としては、韓国や台湾が挙げられる。このように体力が次第に弱く中で、米国金利高と人民元安がダブルで生じたときにいかなる波及が生じるかは、2017年に「想定すべき」リスクとして位置付けることが必要だ。

7. 日本が直面するチャンスとピンチ

さて、最後に日本が2017年に直面するシナリオに関して考えてみたい。ベースライン・シナリオは、やはり米国等における新しいトレンドを受けて、堅調な景気が続くと同時に、インフレ圧力が徐々に強まるとみたい。所得環境の改善に加え、円安や原油価格の底堅い動き等の材料が揃ってきているので、足許ようやく下げ止まった日本の物価が、今後反転・上昇していく可能性は非常に高いといえる。米国の金利が今後上昇傾向に入るとすれば、尚更である。日本にとっては、念願の「インフレ」がようやく本格化する可能性が見えてきた。

仮にインフレが本格化する兆しが、より明確に見えてきたときに問題となるのは、日本銀行の金融政策に対するスタンスかもしれない。例えば、①現状0%を目途にコントロールしている10年物金利であるが、これは物価がどの程度まで上がった時点で解除するのか、或いは、②昨年の金融政策の枠組み変更の中で導入された「オーバーシュート型コミットメント」に関し、オーバーシュートの具体的な定義をどうするのか、③さらにはコミットメントの対象（表面上はマネタリー・ベースである一方、実質的にみた場合、-0.1%の政策金利なのか、0%程度の10年物金利なのか、年間80兆円程度として国債

買入れ額なのか等)をどうするのかは、必ずしも明確ではない。こうした点で市場とのコミュニケーションがうまくいかなければ、長期金利の一時的急騰等、不測の事態を招くかもしれない。

同時に、18年4月の日本銀行総裁交代を控え、政権が日本銀行に対し、金融緩和解除を阻止するような圧力を加えてくるかもしれない。金利上昇は、財政赤字の大幅拡大に直結するので、2019年10月の消費税増税の実行に係る決断、さらには2020年のプライマリーバランス黒字化の目標達成に向けた姿勢が問われる中で、日本銀行の金融引き締めに向けた動きは遅れる可能性も視野に入れておく必要がある。このとき起こるのは、止まらない円安、そしてインフレになるかもしれない。

2017年の難しさは、上記のようなインフレ・シナリオに加えて、これまで同様に、引き続きデフレ・シナリ

オも考えておく必要があることだ。トランプ相場が巻き戻すような事態となれば、再び急激な円高に見舞われるかもしれない。また仮にトランプ政権が、リアリティ・ショーのパフォーマンスを、現実の政策にまで本気で取り込もうとすれば、中国やメキシコ同様、「悪役」として分かりやすい存在である日本は格好の標的となり得る。さらには、仮に米国の中国に対する外交面でのアグレッシブな姿勢が、軍事的な緊張を高めるケースでは、当然ながら日本に対しても、大きなネガティブ・インパクトをもたらされる。このように日本の2017年は、色々な意味で、トランプ政権頼みの部分が大きくなりそうだ。
(2017年1月29日記)

以上

テクノロジー・メディア・通信 (TMT) 業界レポート Web掲載のご案内

www.deloitte.com/jp/tmt

本レポートシリーズは、テクノロジー・メディア・通信 (TMT) 業界の各セクターにおける事業リスクおよび主要プレイヤーの財務諸表に関する特徴を分析しています。このたび第2回目「新聞業界」、第3回目「広告業界」のレポートを掲載しました。

テクノロジー・メディア・通信 (TMT) はテクノロジーの進化とデジタル化による影響を受け最も急激に変化をしている業界である一方、この変化の推進役の多くが属する業界でもあります。この業界には「コンテンツ」「サービス」「ネットワーク」「ハードウェア」「ソフトウェア」に係る様々なビジネスが存在し、それぞれに特徴的な事業リスクを抱えています。有限責任監査法人トーマツでは、テクノロジー・メディア・通信業界に精通した公認会計士が集結して、それぞれの知見を生かしながら、最先端の情報を収集し、さらによりよいサービスがご提供できるよう努めています。

第2、3回目となる本レポートでは、「新聞業界」「広告業界」に与えるデジタル化の影響を分析し、財務諸表から見えてくる業界動向について考察しています。

レポートの詳細・本文はこちらからご覧ください。

「新聞業界」<https://www2.deloitte.com/jp/md/gyokai-report-2>

「広告業界」<https://www2.deloitte.com/jp/md/gyokai-report-3>

お問い合わせ先

TMTインダストリーグループ：jp_electronics_industry_group@tohmatu.co.jp