

2017年 世界経済展望

トランプ相場の巻き戻しは始まるのか？

おおやま つよし
リスク管理戦略センター長 大山 剛

1. 2017年4月末までの振り返り

(1) 先進国経済は相変わらず好調

本年に入ってから数か月の世界経済動向を振り返ってみよう。先進国経済は、相変わらず好調が続いている。米国経済に関しては、ここにきて、強い（景況感等に代表される）ソフトデータと、弱い（経済実績の数値に代表される）ハードデータの間大きな乖離が発生しており、やや不確実性が増している。もっとも、失業率が4.5%にまで低下するなど、「高圧経済」の圧力は一段と強まっていると見るのが妥当であろう（なお、4月末に公表される第一四半期のGDP成長率の数字は、季節調整等の技術的要因からかなり低い数字となり、市場が一時動揺することも考えられるが、これは一過性の現象である可能性が高い）。欧州経済も、ユーロ圏で輸出が好調なこともあり、ドイツ、フランス等の主要国の景況感指数が軒並み高水準を維持するなど、「絶好調」が続いている。

そして日本経済も、好調な輸出や設備投資の回復、補正予算の執行、そして所得環境が改善する中で個人消費もジワリと伸びてきていることから、潜在成長率を上回るスピードでの成長を維持している。失業率は遂に岩盤と思われた3%を割り込み2.8%まで低下してきたので、日本経済に係る圧力も相当なものとなってきている。

(2) トランプ相場には陰り？

ただし市場の流れは、3月下旬頃からやや変化しつつある。これまで連日最高値を更新してきた米国株式市場の勢いも弱まり、足許はやや軟調気味に推移している。また長期金利も、3月、FRBがFOMCで利上げを決定して以降は、むしろ水準を下げていく。こうした状況は、米国だけではない。欧州や日本でも、株価が軟調に推移する中で、長期金利もジワリと低下する傾向にあり、一頃騒がれた「超金融緩和の年内修正」といった議論も影を潜めるようになった。

こうした市場変転の最大の要因は、いうまでもなく米国トランプ政権の政策遂行能力に対する疑問の高まりである。その決定打となったのが、「一番容易だといわれていた」オバマケア代替法案が、共和党の一部と合意できずに撤回に追い込まれたことである。このイベントは、二つの意味でトランプ政権にとっては大きな打撃であった。一つは、共和党との連携の難しさが明らかになったこと。特に共和党の中でも保守派が集まる「フリー

ダム・コーカス」と妥協点を見出ししていくことの難しさが改めて認識された。また、こうした会派との交渉役であったペンス副大統領やライアン下院議長への信頼が大きく落ちたことも、今後の共和党との連携を難しくする要因である。

もう一つの理由は、オバマケア代替法案による財政バランスの改善が見込めなくなり、減税法案等その他の目玉法案を通すことが一層難しくなったことである。米国共和党は伝統的に、財政の均衡を重視する。また米国の場合、長期的な視点から財政バランスに対して中立な法案は、議席数的にも通りやすくなる制度がある。トランプ政権としては、新たな財源を確保する法案を通さない限り、減税法案のみを単独で提出することが難しくなった。

一方、金利が先進国でジワリ低下している背景には、トランプ政権の財政出動に対する期待剥落の影響もあるが、それ以上に、主要国中央銀行のトップが金融政策の「タカ派方向」への変更期待に対し「時期尚早」と釘を刺した影響が大きい。米国FRBのイエレン議長も、なぜか慌てたかのように3月利上げに持ち込んだものの、その後の言動は先行きの利上げに対し決して「前のめり」でないことを示すものであった。同様に、ECBのドラギ議長や日銀の黒田総裁も、量的緩和の縮小等市場の「変節期待」に対し冷や水を浴びせるような反応が目立った。

(3) 中国・エマージング経済は底堅さを増す

こうした中で、中国経済の成長は、やや加速しているようにみえる。但し、その中身は、不動産投資や公共投資主体である。個人消費も、駆け込みの反動が表れた自動車販売を除けば、決して悪い状況ではないのだが、これにも不動産価格上昇に伴う資産効果が影響していると言われている。つまりは、政府投資や金融緩和による強力なアクセルを踏み続け、制限速度を大きく上回るスピードを出した結果とみることもできる。

秋の共産党大会を控え、地方政府の官僚達が、物価高騰やバブル発生のアップサイド・リスクよりも、5年に一度の自分たちの評価に大きく影響するダウンサイド・リスクを避けたいのは、非常に合理的な行動だといえる。但しその結果、大きく膨らんだ金融資産バブルという不均衡を、習主席は自らの体制を固めた来年以降、どこかで調整する必要が出て来た（そうでなければ、無秩序な形でバブル崩壊が発生し、経済金融システムが大混

乱に陥ってしまう)。秋の共産党大会で、習主席の長期政権が確定するようであれば、こうした大規模な調整は、自分の晩節を汚さないためにも、早めに取り出してくるとみの方が無難であろう。

中国経済や先進国経済が好調で、米国等の金利がジワリと低下し、さらには地政学リスクもあって原油価格が高値を維持するといった環境は、中国以外のエマージング経済にとっても非常に居心地の良い状況だといえる。これまで不振に喘いできたロシアやブラジル経済も、インフレ率の大幅低下に伴い金融緩和に乗り出してきており、この結果経済が漸くボトムアウトしつつある。またその他の資源国も、政治的混乱に揺れる南アフリカやベネズエラといった例外を除けば、資源高が経済の安定をもたらしている。また東南アジア等の非資源国も、中国や先進国経済の好調が輸出の伸びを招くことで、成長スピードが緩やかながらも加速している状況だ。

(4) 地政学リスクや政治リスクの高まり

このように、先進国の市場のリスクオンの流れに多少陰りが出て来たものの、エマージング経済も含めた世界経済全般では、非常に堅調な状況が戻りつつある。年初に、米国の急速な利上げや中国経済の大幅減速に怯えた状況が嘘のようだ。但しそうした中でも、時折やや強いリスクオフの風が世界の市場に吹き付けることもある。これは、地政学や政治リスクの高まりという風だ。

最大の要因の一つは、ここでもやはり米国のトランプ政権の政策に求めることができる。トランプ政権が当初唱えた外交面での孤立政策をあっさり捨てて、中東や東アジアの紛争に積極的に介入する、あるいはその構えを示し始めたことで、中東や北朝鮮を巡る地政学リスクが俄然上昇してきた。当初期待されていたロシアとの緊張緩和もあっさり反故にされてしまった。この他、中東でイスラム国（IS）の勢力が弱まり、戦闘員が徐々に自国に戻る中、欧州やロシア等内で再びテロの動きが活発化しているのも最近の特徴だ。

欧州では引き続き政治リスクも大きい。オランダの総選挙では、極右政党の議席が思ったほど伸びず、逆に最大与党や親欧州の左派政党が健闘するなど、欧州の右傾化やEUの崩壊を心配していた向きには、ほっとするような結果がみられた。また4月末に行われたフランス大統領選の第1回目投票も、予想通り中道左派のマクロン氏と極右のルペン氏が選ばれたが、今のところ5月初に行われる第2回目投票では、マクロン氏が優勝するとの見方が優勢だ。このように、欧州の政治リスクは、今のところ恐れていたような方向には進んでいない。但し安心するのはまだ早い。今後も、イタリアの銀行システムやギリシャの債務返済、さらには英国やドイツ、イタリアの総選挙等、大きなイベントが目白押しだ。なお、英国とEUの間のBrexitを巡る交渉は今後始まる予定だが、既に前哨戦から、例えば「手切れ金」の返済や英国在住EU市民の扱い、さらにはアイルランドの国境やジブラルタルの地位等を巡って、荒れ模様の展開となっている。

る。

欧州以外では、トルコにおいて、大統領に権限を集中する国民投票が行われ、僅差でエルドアン大統領が主導する憲法改正が支持された。この結果は、短期ではトルコ経済の安定に寄与するものの、長期的では、欧州との関係悪化等から経済の不安定化を招く可能性が高い。また韓国では、遂に朴大統領が弾劾され、5月初には新大統領が選出される見込みである。左派候補と中道左派候補の戦いになりつつあるが、特に左派候補が選出された場合は、北朝鮮を巡る情勢が一段と緊迫する中で、米国による地上配備型ミサイル迎撃システム（THAAD）の配備がスムーズにいかない可能性もある。

(5) ほぼ予想通りの展開？

ここまでの世界経済の動きは、年初に見通したものと比べてどうであろう。米国を中心としたトランプ相場は、やや予想以上に長期化したものの、政権運営が依然混とんとする中で、足許は漸く勢いが萎えてきたといえる。大きく相場が崩れることまではないものの、政権の政策遂行能力に対する疑問の高まりから、リスクオンの動きが軟調化し、これが暫く続く状況はほぼ想定していた通りだといえる。先進国経済が全般に好調を維持する中で、トランプ相場の緩やかな「揺り戻し」から、日本ではこれまでの円安・金利上昇傾向が時折やや弱まる展開も見通しとほぼ同じである。また欧州で、選挙において極右が伸びる展開が弱まるとの予想も、少なくともこれまでは当たってきた。

やや想定からズレたのは、中国やエマージング経済の強さである。これはひとえに、中国の政策当局が、予想以上に調整政策に慎重で、結果的に中国経済が過熱化しつつあることによる。この結果、その他のエマージング経済も、予想以上に安定度が高まっている。こうした状況は、少なくとも中国における秋の共産党大会が終わるまでは続く公算が大きい。

もう一つの想定ズレは、トランプ政権の心変わり由来する地政学リスクの高まりである。欧州や東アジアからの米軍の撤退を示唆するなど、コストのかかる安全保障面での米軍の介入は極力縮小するのが、本来のトランプ政権の公約であったはずだ。それが、ある程度予想されたこととはいえ、政権の主要メンバーが元軍人や企業経営者グループに支配されるに伴い、いとも簡単に前言を撤回する「身の軽さ」は、流石に予想することが出来なかった。

2. 先行き1年間の見通し

(1) トランプ相場は復活する？

先行きを見通す上で引き続き重要なのは、今後のトランプ政権の政策遂行であり、結果としてのトランプ相場や米国経済の行方である。この点、自分の見方は引き続きやや楽観的である。トランプ政権の政策遂行能力に対する懸念は、夏場頃までは続く可能性が高いものの、そ

の後は、各省の高官が漸く指名され政策立案能力が高まると同時に、来年の中間選挙を控え、共和党とも協調する機運が高まる。規模は当初想定よりも小さいものの、何とか年内に減税法案を通すというのが今のところの想定だ。その一方で国境調整税等の冒険は、現政権にはリスクは高すぎると少なくとも、ムニューチン財務長官は判断するのではないだろうか。

米国経済は当面放置しておいても強い。年初の主に技術的要因から生じた弱いハードデータに意気消沈してしまった市場も、強いハードデータが次第に揃う夏場にかけては、徐々に強気を取り戻すとみられる。物価や賃金も、今後ははっきりと上昇してくる可能性が高い。したがって夏場以降は、再び、FRBの金融政策に注目が集まる。年内の利上げ回数やFRBのバランスシート縮小開始のタイミングを巡って、市場が緊張する場面が訪れそうだ。こうした中で、金利も上昇傾向を辿り、為替も次第にドル高に向かう。

米国経済にとっての本年後半の最大のリスク・シナリオは、インフレ加速に対しFRBの対応が遅れる懸念が高まることではないか。その点で、先般のトランプ大統領の「実は、低金利は好きなんだ」という告白は不気味に聞こえる。今後、政権がFRB理事の3つの空きポストを埋める中で、FRBの政策に対しどのような圧力をかけてくるのか、これ次第で市場のインフレ見通し、ひいては長期金利見通しも大きく変わる。年後半の物価上昇圧力が強くなればなるほど、トランプ政権とFRBの対立は強まる可能性がある。勿論、トランプ相場の巻き戻しが今後本格化し、トランプ政権が何一つ新しい政策を実行できない中でインフレというよりは再びディスインフレに陥るリスクも考えられるが、現状の米国経済の強さを考えればこのシナリオの蓋然性ほどは高くないと考える。

米国経済にとっての、もう一つの隠れた大きなリスクは、金融規制の緩和期待が裏切られることではないだろうか。これまでのトランプ相場を支えてきた最大の貢献業種は金融であり、その背景には、イーロード・カーブがスティープ化する期待と同時に、金融危機以降大幅に強化されてきた金融規制が緩和されるとの期待があった。ところが最近では、中小のコミュニティバンク等に対しては引き続き規制緩和の議論が強いものの、大手行に対しては逆にシンプルながらもより厳しい規制（例えば、自己資本に係るレバレッジ比率を10%にまで高めたり、銀証分離を求めたりするもの）の議論が今や党派を超えて高まっている。成長の源泉である金融（特に大手金融機関）が再び規制で「窒息する」ような局面を迎えれば、米国経済の潜在成長力がジワリ低下する可能性も否定できない。

(2) エマージング経済は年末以降に徐々に調整色を強める

先にみたように、中国経済は秋の共産党大会までは、経済のアクセルを踏み続ける可能性は高く、そこまでは腰折れする可能性は低い。金融政策や構造政策等を通じ

た調整色が徐々に強まるのは、年末から来年初頃かもしれない。したがって、リスクという意味では、中国経済よりもむしろ、その他エマージング経済に注目だ。その他エマージング経済も、中国経済が強いうちはそれなりに安定するものの、米国の金利が急に上昇する、或いはFRBが利上げ速度を急に上げるような局面では、やや注意が必要だ。特に、債務残高が積み上がり、大きな財政赤字や経常収支赤字を抱え、さらに政治的に不安定な国（例えば、トルコ、南アフリカ、マレーシア等）は要注意だ。

また東アジアや中東における地政学リスクは、トランプ政権での元軍人・元企業経営者グループの発言力が強まる限り、今後も一段と高まることが予想される。中東では近く大統領選挙があるイランとの関係やシリア内戦の行方、東アジアでは、これも近く大統領選挙がある韓国や中国との関係を通じて、米国が北朝鮮のミサイル・核開発等をどのように封じ込めるのが最大の焦点だ。

(3) 欧州は引き続き政治が最大のリスク・イベント

5月初のフランス大統領選2回目の投票で、マクロン氏が極右候補のルペン氏を破り、勝利を収める可能性は極めて高い。それでも、欧州はその後、再び「ギリシャ」という問題を抱える可能性がある。ギリシャは7月にECBに対する大きな元利払いを控える。4月には、ユーロ圏財務相との間で何とか緊縮策に関し合意に辿り着いたギリシャであるが、この後に残された最大の難関は、ギリシャに対する金融支援にIMFを引きずりこむことである。これが出来ないと、IMFの参加を前提に金融支援を行うことを公約に掲げてきたドイツのメルケル首相が窮地に陥る。秋には総選挙が控えているのだ。一方でIMFは、近くレリック氏が（IMFと国際機関を担当する）米国財務次官補として承認されれば、これまでの言動に基づく限り、ギリシャへの介入に対し非常に慎重な姿勢を要求してくるだろう。結果として、ギリシャに対する金融支援を巡る交渉は、7月の元利払い直前まで混迷を深め、その都度市場のリスクオフの流れが強まることが考えられる。

Brexitを巡る交渉も混迷を深めるであろう。特に、フランスでマクロン大統領が誕生し、さらにドイツの選挙で社会民主党のシュルツ氏が勝利するようなこととなれば、これら親欧州の中道左派政権がEUの「裏切者」に対し、より厳しく対応する可能性が高い。Brexitを巡る英国とEU間の交渉は、手切れ金交渉に手間取る中で、次第に経済「戦争」の様相を深めていくのではないかと。

(4) 日本経済はトランプ相場の第二波に乗ることができるか？

トランプ政権の政策運営の混乱が暫く続き、この間トランプ相場が弱いハードデータの影響もあって軟調気味に推移するようであれば、アベノミクスを助けてきたこれまでの円安・株高の流れは、一時的に修正を余儀なく

されるかもしれない。但し、既述のとおり、米国経済の基調は強い。これに秋以降、(その規模はともなく)何らかの財政刺激が加わる可能性が高まれば、それだけでトランプ相場は再び勢いを取り戻すのではないか。結果として、日本における円安・株高の基調は年後半にかけて再び強まるとみている。日本経済自体の基調が比較的強い中でこの追い風は、日本が久方ぶりに「インフレを取り戻す」絶好のチャンスとなる。

日本がこの「インフレ到来」というチャンスを取り逃す最大のリスクは、トランプ相場が結局戻らず、逆に完全に巻き戻してしまうことであろう。もっとも、その可能性は、米国のパートで記述した理由により、それほど高くないとみる。むしろ怖いのは、こうしたチャンスが巡ってきたときに、日本銀行を始めとした政策当局がこれに上手く対応できない可能性である。

日本では、失業率が2.8%程度にまで下がるなど、労働市場のタイト化は限界に近付いている。そうした中で、ダムに溜まった物価上昇圧力という名の水は、少しずつこぼれ出そうとしているように見える。日本銀行はこれまで、ダム決壊の警戒ポイントとして失業率3%を意識していた節がある。その警戒ポイントを既に超えてしまったのだ。確かに最近、一部宅配業者が、歴史的な値上げを打ち出すなど、ダムには少しずつ穴が開き始めている。そしてそこに、「働き方改革」という新たな水(物価上昇圧力)が加わろうとしている。勿論、政府

の号令で生産性まで同時に上昇すれば問題ないのだが、残業が「日本文化の一部」を成す現況で、それを期待するのは無理であろう。その結果起きることは、労働供給制約の強まりであり、実質的な賃上げということになる。

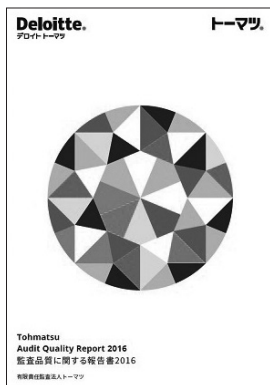
仮に年末にかけて日本の物価が急速に上昇する、或いは米国の物価がいよいよ上昇を開始し金利も上がるようになれば、その局面で日本銀行がどのような手綱裁きを見せるのかが注目される。米国に先駆けて(?)ハト派一色となった日本銀行の政策決定会合において、インフレ懸念の高まりに対峙する場面は意外に早くやってくるかもしれない。そのときその手綱裁きを誤れば、いかにトランプ相場第二波がサーファーが羨望するようなビックウェーブであっても、それに乗り切れないどころか、あえなく波に飲まれる可能性もあり得よう。

日本が注意すべきリスクは、他にも中国やエマージング経済の変調がある。もっとも、少なくとも年内に限れば、中国当局の「頑張り」が期待される分、その顕現化の可能性は随分と低くなった。但し来年以降は、この「頑張り」によって一段と膨らんだバブルの後始末に中国政府が追われる可能性が非常に高くなり、この余波が日本にとっての最大のリスクとなるかもしれない。

(2017年4月25日記)

以上

Tohatsu Audit Quality Report 2016 ~監査品質に関する報告書2016~ 発行のご案内



有限責任監査法人トーマツを取り巻く状況をあらためて俯瞰し、これまで以上にトーマツの監査品質について、社会に発信し、理解促進に努める必要があると考えています。

そこで、トーマツの目指す高品質な監査とそのための取り組みを中心にまとめた「Tohatsu Audit Quality Report 2016~監査品質に関する報告書2016~」を発行しましたので、是非、ご覧ください。

なお、当該Reportは、下記のWebサイトにも掲載しています。

<http://www.deloitte.com/jp/audit-quality2016>

また、上記のWebサイトには、監査法人のガバナンス・コード適用に関する追加説明資料も掲載していますので、合わせてご覧ください。



お問合せ先 有限責任監査法人トーマツ 広報 audit-pr@tohatsu.co.jp