

2017年 世界経済展望

動き出した主要国中央銀行

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7月末までの振り返り

(1) 先進国経済は好調持続ながら、米経済はやや夏バテ気味？

本年第二四半期に入ってから、先進国経済は概ね底堅く推移している。特に絶好調なのは欧州であろう。外需に加え個人消費の回復もあって、成長率はこれまでの比較的高い水準（第一四半期前期比年率2.3%）を維持している。また日本経済も欧州に負けていない。外需に加えて、個人消費がじわりと回復しつつある。第一四半期に下がった在庫の反動もあり、第二四半期は相当の高い成長率となりそうだ。結果的に労働市場のタイト化も進んでいる。6月の有効求人倍率は1.49倍と、1974年以来的水準というから驚きだ。

一方の米国経済であるが、不振とまでは言えないものの、最近やや「変調」を感じさせる指標の公表が相次いでいる。例えば、個人消費関連では、7月に公表された自動車販売、小売売上高、物価等が事前予想を下回るものであった。雇用指標は相変わらず好調で、最近3か月の平均雇用者増加数は20万人に近くに達し、失業率も4.4%と引き続き「超」低水準なのだが、これが賃金上昇にスムーズに結びつかない状況が続いている。この結果、アトランタ連銀が出すGDPNowが予想する第二四半期の成長率も、一頃の4%強の水準が足許では2%台半ばにまで下がってきた。

こうした、最近やや息切れが目立つ米国経済の姿は、多分これからの日本経済の姿も映し出しているのかもしれない。というのも、労働市場が既に完全雇用状態に陥っているからだ。潜在成長率が米国で1.8%、日本で1%弱と言われる中で、労働供給にこれ以上成長率底上げを頼れないということになれば、生産性でも改善しない限り、ゆくゆくは潜在成長率並みかそれをやや下回るような水準にまで成長率が落ちていくのは必至である。

そこで不思議なのは、ここまで労働市場がタイト化しているにも関わらず、なぜ日米ともに、賃金上昇⇒物価上昇という動きが出てこないのかということだ。米国の賃金上昇率は足許むしろ減速する傾向にあり、物価上昇率も、イエレン議長が指摘する「特殊要因」もあってか、1%台半ばで横ばいの動きに止まっている。日本についても、所得環境は確実に改善しつつあるものの、これが実際の所得統計で確認されるまでには至っていない。物価も、生鮮食料品を除くCPIが漸く0.4%に達し

た程度である。こうした現象の背景には、労働力の低賃金・低生産性労働へのシフト等構造的な要因が指摘されているが、流石に労働市場の沸点を超えつつある中においては、どこかのタイミングで賃金や、結果としての物価も堰を切ったように上昇する場面が訪れるかもしれない。こうした点に係る不透明性が、現在世界が抱える最大のリスク要因となりつつあることは後述する。

(2) 一斉に動き出した主要国中央銀行

こうした中株式市場は、米国FRBを含む主要国中央銀行がなかなか金融引き締め、或いは正常化には向かえないと見透かしたこともあってか、好調な企業収益を背景に再び力強さを取り戻している。一方で債券市場も、6月までは強い相場（つまりは低い長期金利状況）が続いていた。経済の先行きに楽観的な見方に立つ株式市場参加者と、逆に悲観的な見方に立つ債券市場参加者、このどちらに最後はサヤ寄せされるのが注目されたわけである。

そこで訪れた一つの転機が、主要国中央銀行がまるで協調したかのようにみせた、金融政策に対する姿勢の「変化」である。一連のイベントの最初は、6月中旬における米国FRBのFOMCにおける利上げ決定であった。FRBの利上げ自体は市場の予想通りであり、この点に驚きはなかったのだが、やや慌てたのは、イエレン議長がFRBのバランスシート縮小のタイミングに関し、「比較的早い時期」と明言したことである。さらには、経済の基礎体温が徐々に低下し、依然物価上昇の兆しが出てこない中でも、来年以降の利上げの回数や最終的なFF金利の水準に関しFOMCメンバーの見方が変わらなかったことも、やや驚きであった。市場がFRBの姿勢がやや「タカ派」に変わったと警戒した瞬間である。

これに続いたのは、6月末のポルトガルで開催された会議でのECB総裁であるドラギ氏の発言である。足許の状況に関し、「デフレモードから、リフレモードに変化した」と力強く宣言したことは、市場からECBも漸く、従来の超金融緩和モードを正常化する方向に舵を切ったとみられるきっかけとなった。またこの同じ会議では、従来ハト派的発言が目立ったBOEのカーニー総裁も、近い将来の利上げを匂わすタカ派的姿勢を示したほか、カナダ中銀は実際に利上げに動いた。

こうした主要国中央銀行の一斉の姿勢の変化を受けて、7月以降欧米の長期金利も上昇傾向を示すようにな

った。7月中旬のイエレン議長の「利上げを急がない」という議会での発言を受けて、再び金利が低下するなど、この上昇傾向自体はまだ決して強いものではないが、長期金利は「いつまでも低位安定」という想定がやや不確実性を増すようになった。この場面だけをみれば、結局株式市場参加者の見方が、債券市場参加者のそれに「勝った」かのようにも見えるが、この点に関しては、主要国中央銀行がなぜ今回金融政策の舵を切ろうとしているのかの背景と共に、今後の見込みのパートで後述したい。

(3) 一見強そうな中国経済を喜べない理由

第二四半期の中国経済は、前年比で6.9%という高い成長率を達成した第一四半期に比べ、減速しているとの見方が一般的であった。それが、蓋を開けてみれば、前期と同じ6.9%という高い成長率で、前期比という視点ではむしろ「加速」していることが確認された。この結果に、中国経済の急減速を恐れた市場は一斉に安堵の吐息を漏らしたかもしれない。ただ安心するのはまだ早い。

第二四半期の「加速」は、ひとえに6月の指標の強さに依存している側面が強い。その代表格が個人消費。小売売上高の伸びが急伸しているのだ。それも自動車販売や百貨店等の店頭販売の不振が続いているのに、である。その主因はネット販売の急伸である。中国最大級のネット通販サイトが大掛かりなセールスを実施したことが影響しているといわれている。仮にそうだとしたならば、需要先食いの反動は、第三四半期には確実に現れることとなる。

またこの期間、生産の好調も続いている。特に鉄鋼の生産量は既往ピークに達した。鉄鋼は引き続き政府主導による生産能力調整の対象業種なのだが、この数字をみる限り、政府が意図した通りには進んでいないようだ。金融引き締めの効果もあってか住宅投資の伸びはやや鈍化しているが、それでも住宅価格の上昇は続いており、住宅バブル対策も奏功しているとは言いがたい。不気味なほどに膨れ上がり、IMFも年次の経済審査で警告を発したシャドーバンキングも同様である。

このようにみると、多分中国の中央政府も、第二四半期の成長率が加速していることに対し、むしろ「危機感」を覚えているのではないだろうか。なぜならば、不均衡の調整を徐々に進めたい政府の意向に反し、各省の政府は、秋の共産党大会での自らの評価を多分に意識した上で、一所懸命命い経済の数字を残そうとしている可能性が高いためだ。それでなくても、かつて習主席の後継レースのトップを走っていた重慶市のトップが突然失脚する時代である。各省のトップが、そのような行為に走ったとしても、決して不思議ではない。

中国以外のエマージング経済も、足許は引き続き好調を維持している。為替も落ち着いた展開が続く。米国FRBが利上げを決定すると同時に近い将来におけるバランスシートの縮小も示し、さらにECB等他の中央銀行も

タカ派的な姿勢を強めた結果、主要国の長期金利がジワリと上昇したにもかかわらず、である。その背景には、相変わらず外需が好調ということもあるが、一部国では、インフレ率が引き続き低下傾向を辿っているほか、經常収支赤字や財政赤字の改善傾向もみられるなど、全般に経済ファンダメンタルズの改善が進んでいることが挙げられる。また原油価格が、米国のシェールガスの生産が調節弁となり、1バーレル40ドル台のボックス圏内で概ね止まっていることも、取りあえずの安心材料だ。

(4) 政治/地政学リスクは欧州で大きく下がる一方、その他地域では依然高い

足許では強いマクロ経済のみではなく、これまで心配されてきた欧州における政治リスク等が大きく低下していることが、強いリスクオフの流れを市場に呼び寄せている。具体的には、①マクロン氏のフランス大統領選勝利に続く、同氏率いる政党「共和国前進」の議会選での圧勝、②イタリアやドイツにおけるポピュリスト政党の退潮、③ギリシャ支援に係るEUとIMFとの暫定的な合意による7月のギリシャ・デフォルトの回避、④イタリアやスペインにおける大手行等の破綻処理による銀行システム不安の鎮静化、等がそれである。欧州では、Brexitを巡る欧州と英国の交渉が、英国保守党の選挙での予想外の過半数割れ、さらにはこれをきっかけとした保守党内の「ソフト」か「ハード」かを巡る対立の深刻化もあって混迷を深めているが、これの影響はまだ主に英国に限定されたものに止まっている。

欧州で政治/地政学リスクが全般に大きく低下する一方で、米国の政治リスクは相変わらず高い。ロシアゲートの捜査は引き続きトランプ政権の足を引っ張る。またトランプ政権の政策運営の不規則性に市場自体は随分と慣れてきたものの、オバマケア代替法案が依然議会を通過する見込みが立たないなど、減税法案を含む今後の政策運営に係る不安は大きい（なお、金融規制関連だけは例外で、足許ははっきりと緩和の方向が打ち出されており、運用面でも既にそうした方向での施策が実施されつつある）。トランプ大統領の支持率は40%を割り込む水準で低迷しているが、一方でこの岩盤のような水準を割り込むこともなく、一定の強固な支持層は依然存在している模様だ。もっともこの岩盤が崩れるようになれば、貿易面での通商拡大法232条の活用（安全保障への危惧を理由とした輸入の制限）等、保護貿易主義の機運が一気に高まり世界経済が大混乱に陥るリスクもある。

この間エマージング諸国でみられた政治/地政学リスクで最も気懸かりなのが、中東におけるサウジアラビア、UAE、エジプト等とカタールの断交である。その裏には、サウジアラビアからイランへ徐々に進みつつある中東のパワーシフトの中で、イランになびきつつあったカタールにサウジアラビアが制裁を加えたとの見方が強い。こうしたパワーシフト自体は今後も続く見込みであることから、これがイスラエルやトルコも巻き込みながら、今後どのようなインパクトを中東にもたらすかが

注目される。また北朝鮮情勢も引き続きテンションの高い状況が続いている。

最後に、今世界のエマージング・リスクとして一番注目しているのが、「日本の政治」であることも付言したい。これまで盤石な基盤を維持してきた自民党安倍政権であったが、都議会選でまさかの敗北を期し、閣僚の相次ぐ不祥事等もあって、支持率が急落しているのは気になる。閣僚の不祥事等は内閣府による強硬な官僚支配体制に対する官僚の反乱（内部情報のリーク）的な要素も多く、仮に今後安倍政権への求心力が弱まるようになれば、こうした事案は益々増え政権がガタガタになる不安も出てくる。同様に、憲法改正もあって議会解散のタイミングが難しくなるなかで、自民党内での安倍政権への求心力も弱まるかもしれない。そうすると、いきおい消費税増税や社会保障費の抑制といった国民に負担を求める政策の実行が難しくなり、これが結局、格付機関による日本国債格下げをもたらすという悪循環が始まるリスクも見えてきた。

(5) 予想比強い株式相場が中央銀行の新しい動きをもたらす？

ここまでの世界経済の動きは、前回（4月末）に見通したものと比べれば、株式市場が想定のように弱くならず、結局秋以降にトランプ相場が戻るといった予想を実際には先取りしたような動きとなっている。欧州の政治リスクが大きく低下したのは予想通りであるが、米国の政治リスクは（これも予想通り）引き続き高い中で、株式市場がここまで強い勢いを維持してきたのはやや意外であった。

もしかしたら、こうした「強すぎる」リスクオンの流れが、既述のような主要国中央銀行による金融政策に対する姿勢の「修正」を導いたのかもしれない。仮にそうだとするならば、今後の世界経済の流れも大きく変化する可能性がある。この点に関しては、この次のセクションで詳述したい。

2. 先行き1年間の見通し

(1) 主要国中央銀行は「バブル退治」に動く？

仮に主要国の中央銀行が金融政策の正常化に向けて一斉に動き出したということであれば、その最大の要因は何であろうか。多くの中央銀行は、なかなか上がってこない物価を前に、経済の基礎体温はまだ低いという判断の下、これまでは危機時のモードの「超金融緩和」の姿勢を維持してきた（利上げに動いた米国FRBも、あくまでもその根拠は、「今後物価が上昇する蓋然性が高い」というものであった）。一体、いかなる「変化」が主要国中央銀行の背中を押し始めたのであろうか。

それはやはり「強すぎるリスク性資産市場」というのが、著者の考えである。例えば米国の株式市場は、シラー教授が考案した景気循環調整後PER等いかなる指標でも、相当程度の過熱感が確認できる。また不動産市

況もしかりである。同じようなことが他国でも当てはまる。不動産市況の高騰に頭を悩ますカナダでは、早々に利上げを決定した。また同様の問題を抱える英国では、世界で初めて、カウンターシクリカル・バッファ（金融システムの安定の視点から、資産バブル等のサイクリカルな状況に応じて、金融機関に求める所要自己資本比率水準を上げ下げするもの）の引き上げに動いている。またドイツを始めとした欧州大陸でも、株価や不動産市況の強さに対する懸念が高まっている。さらにドイツの場合は、「弱すぎるユーロ」も懸念の種だ。仮に米国FRBが金融政策正常化に動く中で、これにECBのみが取り残されるようになれば、対ドルで一層のユーロ安が発生し、これが、それだけでなく現在世界から批判の矢面に立たされている「大きすぎるドイツの貿易黒字」をさらに拡大してしまうからだ。

勿論こうした中央銀行が、物価高ではなく、資産価格高に対して動き出すべきか否かに関しては議論がある。但し、1987年以降続く、7の付く年に金融危機が発生するサイクルが再び訪れる中であって、中央銀行として、物価が上がってこないからといって何もしないことが許容されないリスクは、多分「自らのコンダクト・リスク管理」の一部として認識し始めたのかもしれない。これまでBISのエコノミスト等が声高に主張してきたように、短期的には、足許の潜在成長率がそれほど高くないことを自覚し分相応の成長率を甘受する（短期的なコストを受け入れる）一方で、長期的には、金融バブルの拡大と崩壊を事前に回避し金融システム不安を防ぐ（長期的なベネフィットを享受する）ことの必要性が、主要国中央銀行のコンセンサスとなりつつある可能性がある。

仮にこうした仮説が現実化した場合、何が起きるのか。米国FRBは9月頃から粛々とバランスシートの縮小を始めるほか、そろそろ始まるであろう景気後退に備えての金融政策の「のり代」作りも、仮に物価が力強く上がってこない環境下にあっても年内1回、来年3回のペースで実行してくるかもしれない。同様にECBは、この秋には来年初から始める量的金融緩和の縮小（テーパリング）を公表し、正常化の方向性を強く打ち出すかもしれない。BOEやカナダ中銀等、他の主要国中央銀行もこうした動きに追随するであろう。

上記の動きは、長期金利水準の「正常化」には寄与するであろう。現在の異常に低い水準から、米国であれば、米国FRBが想定するFF金利水準の最終的なレベルをやや上回る程度（3%強）まで上昇する可能性は高い。もっとも、中央銀行が、金融政策によって实体经济を潜在成長率以上に持ち上げることを諦めるのが今回の「心変わり」の真相だとするならば、長期金利がそれ以上の水準にまで上昇することは難しいであろう。結局この「心変わり」は、先進国の生産性が長期的に停滞する“secular stagnation”の考えを中央銀行が受け入れることを意味するからだ。そしてこの意味で、こうした「心変わり」は結局、現状の株式市場参加者の考えが、

債券市場参加者の考えに「負ける」可能性を示唆したものだともいえる。

なお、上記の展開の中で留意が必要な点は、今後の米国FRB人事である。既に、金融規制を担当してきたタロー口理事の後任にはクオールズ氏が指名されているほか、空いた理事ポストの一人には、米国のテイラー教授が長く唱えるテイラー・ルール（一定の明確なルールに基づき金融政策を決定する考え方）を信奉するグットフレンド氏の指名が有力視されている。また来年初に任期が切れるイエレン議長の後継としては、コーン国家経済会議議長やテイラー教授の名前まで取り沙汰されている。ここでテイラー教授が議長に指名されればなおさらであるが、仮にコーン氏等他の者が指名されたとしても、新しいFOMCの顔ぶれは、相当程度、共和党が好む「ルール・ベース」に傾いている可能性が高い。このルール・ベースが最も嫌う政策が、ルールでは説明できない量的緩和政策なのである。このように考えると、トランプ政権がもたらすFRB人事は、むしろ先に挙げた金融政策の正常化プロセスを一層早める可能性もあるわけで、これが市場に与える影響を注視する必要がある。

(2) エマージング経済は先進国金融政策からの影響も小さく当面は安定か

仮に主要国の中央銀行の政策スタンスが一斉にタカ派的方向に切り替わった場合、やや心配になるのがエマージング諸国の動向である。これまではある程度の金利上昇にもびくともしなかったこれら諸国であるが、仮に先進国の金利が急騰するような事態を迎えれば、2013年のような混乱が広がる可能性もある。既述のとおり、中央銀行がsecular stagnationを半ば受け入れるわけであるから、長期金利がいきなり急上昇する場面はなかなか考えにくいかもしれないが、仮にFRB人事のあおりで、バランスシート縮小が早まる等の憶測が強まれば一混乱あるかもしれない。

但し、著者の考えでは、エマージング諸国が恐れるべき最大のリスクシナリオは、上記のような中央銀行の判断（secular stagnationの受け入れ）が実は誤っていて、今後米国等で物価が急上昇するものではないかと考える。その場合、中央銀行は正々堂々と金融引き締め

動くこととなるが、長期金利の上昇は（市場の予想を大きく裏切ったという意味でも）なかなか止まらなくなり、エマージング諸国からの資本流出が本格化するかもしれない。

(3) 主要国中央銀行の協調から一人残された日本が直面するチャレンジ

ここまで何度も記してきた主要国中央銀行の協調的政策姿勢の変化の「輪」には、実は日本銀行は含まれていない。こうした誘いはあったのかもしれないが、日本銀行としては、物価上昇もまだよく確認できていないこの段階で、そう易々と「正常化の誘惑」に負けることができないという事情がある。

もっとも、仮に主要国中央銀行で金融政策の正常化が始まる中で、日本銀行のみが、例えば10年国債利回りを引き続きゼロ・パーセント付近で固定という政策をとり続けられれば、ドイツが懸念したのと同様に、為替レート批判を受けると同時に、これが保護貿易の格好のターゲットとなるかもしれない。さらに、日本の場合でも、多分現在の金融政策は、日本の成長率を潜在成長率以上に引き上げるのに大きく寄与していると考えられる。この結果生じていることは、労働市場のタイト化に加えて、やはり不動産市場等の活況である。日本銀行等の分析（例えば、日本銀行が発刊する「金融システム・レポート」を参照）では、現在の不動産市況にまだバブルの要素は少ないということだが、これも海外の不動産市況が仮に今後弱くなるような状況下では、違ってみえてくる可能性が高い。

日本を除く主要国中央銀行の協調的政策修正は、当面は一層の円安を促すという意味で、日本経済にプラスの影響をもたらすかもしれないが、中期的には既述のとおり、為替レートを巡る政策的孤立や、海外発のイベントによる日本のバブル崩壊、そしてその時点における政策的「のり代」の枯渇を招くという意味で、むしろ日本のリスクを高める可能性がある。足許は日本の政治リスクも高まっており、これらの顕現化が重なった時のインパクトには要注意だ。

（2017年7月23日記）

以上