

変調が見られる世界経済と 金融市場の景況感

米中貿易問題などを背景に、世界経済は徐々に減速感を強めている。IMFも2019年の成長率見通しを大きく下方修正した。昨年末から年初にかけての株価下落や円高進行は、世界経済の悪化懸念が底流にある。鍵を握る米国経済に減速の明確な兆候が見られれば、金融市場の景況感は一段と悪化するだろう。

2019年のIMF成長率見通しは 下方修正

国際通貨基金（IMF）は1月21日、最新の世界経済見通しを発表した。2019年の世界の成長率見通しは+3.5%と、前回2018年10月時点の見通しから0.2%ポイント下方修正された。2018年7月にも同じく0.2%ポイント下方修正されており、半年の間に2回、合計で0.4%ポイントもの大幅な下方修正となった。これは、世界経済が、足もとで急速に減速感を強めていることの表れと言えるだろう。

先進国の中で、とりわけ大きな幅で成長率見通しが下方修正されたのは、ユーロ圏だ。2019年のユーロ圏の成長率見通しは、前回から0.3%ポイント下方修正された。うちドイツの成長率見通しは、0.6%ポイントの大幅下方修正となった。輸出の不振に加えて、排ガス規制強化の影響で国内自動車販売が低迷したこと等が背景にある。また、イタリアの成長率見通しも0.4%ポイントの大幅な下方修正となった。

他方で、日本の成長率見通しは今回0.2%上方修正されたが、これは、新たに政府が打ち出した消費税対策の効果が反映されたものだ。

世界の企業経営者の景況感が悪化

IMFは当面の世界経済の下方リスクとして、一時停戦状態にある米中貿易戦争が再開されること、中国経済の想定以上の減速、英国が欧州連合（EU）から「合意なき離脱」となってしまう可能性に、特に注意を払っている。IMFは、「合意なき離脱」が現実のものとなれば、

長期的に英国のGDPを5%～8%押し下げる、との計算も公表している。

ところで、IMFの世界経済見通しの発表とほぼ同じタイミングで、大手会計事務所プライスウォーターハウスクーパーズ（PwC）は、世界の主要企業の最高経営責任者（CEO）を対象にした景況調査の結果を発表した。そこでは、向こう1年で世界経済は悪化すると回答したCEOが、全体の30%を占めた。これは、1年前の5%から大幅な上昇となった。PwCによれば、貿易摩擦、保護主義の高まりが、CEOの景況感を悪化させているという。地域別に見ると、北米では、経済の先行きに楽観的な見方が1年前の63%から、今回は37%まで低下した。大型減税、インフラ投資拡大などの政策効果の一巡や貿易環境悪化がその背景にあるという。

世界経済は減速をしつつも、景気後退局面に向かう明確な兆候までは見られていない。しかし、金融市場の動揺で金融環境が一気に引き締まる場合や、企業経営者のマインドが一気に悪化する場合には、世界経済の後退局面入りが一気に現実味を帯びる可能性を考慮しておかねばならないだろう。

円は世界経済の状況を敏感に反映

昨年末から年初にかけては、世界的に株式市場がやや調整色を強め、また、年初には円が一時急騰した。底流にあるのは、こうした世界経済の悪化懸念だ。

円は、世界経済の状況を最も敏感に反映する通貨である。世界経済が堅調な局面では、外需依存度が高い日本経済と日本株は追い風となりやすい。それは、日本の投資家のリスクテイク余力を高め、為替リスクをとった海

外への投資を活発化させて円安傾向を生じさせる。その円安が、日本経済と株式へ好影響をもたらし、それがまた日本の投資家の海外投資を拡大させる、という好循環へとつながるのである。しかし、ひとたび世界経済に減速懸念が生じれば、こうした好循環は一気に逆回転を始め、日本の投資家がリスク回避のために海外資金を引き上げる、あるいはそうした観測を反映して、円高傾向が進みやすくなる。年初は、まさにこうした局面にあった。

世界経済は昨年年初頃から、増勢を落とす局面に入ったと考えられる。それでも、昨年未までは金融市場の景況感が顕著に悪化しなかったのは、ひとえに、米国経済が堅調を維持していたためだ。しかし、この米国経済の堅調は、大型減税などによっていわば無理やり実現された側面が強く、持続可能ではないだろう。昨年未以降、金融市場は米国経済の減速と世界経済の悪化の可能性を織り込む展開となり、株安と円高傾向を強めていった。

今後、米国経済指標に実際に弱さが見られるようになれば、金融市場は世界経済の後退局面入りの可能性を徐々に織り込んでいくことになるだろう。今年前半の米国経済指標は、大型減税やインフラ投資の効果一巡、ドル高による輸出減速などから、下振れしやすい。特に1-3月期の経済指標は、経済統計のくせや政府機関閉鎖の影響などから、実勢以上に弱めに出やすい。このため、目先の金融市場では、景況感の悪化を映した株安傾向が続く、円高傾向がさらに強まる可能性も否定できない。

昨年12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、米国の政策金利であるFF（フェデラルファンズ）金利の誘導目標は0.25%ポイント引き上げられ、2.25%~2.50%とされた。しかし、一部の経済指標の下振れや、年初の米国株式の下落などを受けて、金融市場で

は、政策金利の年内の追加的な引き上げの余地は限られ、来年には政策金利が引き下げられるとの見方も浮上してきている。

2018年に米連邦準備制度理事会（FRB）は、全8回のFOMCで、1回おきに0.25%ずつの政策金利引き上げを実施してきた。こうした、金融市場にとって予見性の高かった政策姿勢は、2019年には明確に転換され、経済環境次第の柔軟な姿勢となる。仮に、米国経済の減速を受けて、政策金利が2.5%~3.0%程度の水準で頭打ちとなる場合、米国でも日本や欧州のようにマイナス金利政策を導入しない限りは、景気後退が生じた際の政策金利引下げ余地が2.5%~3.0%程度しかないことになる。これは、過去の9回の景気後退時の政策金利引下げ幅の平均値5.5%程度と比べて半分程度に過ぎない。ちなみに、前回景気後退時には、政策金利引下げ幅は5.0%だった。

他方で、米国が日本や欧州のように、マイナス金利政策を導入する可能性は限られるだろう。その最大の障害となるのは、FRBが銀行に対してマイナスの当座預金金利を押し付ける権限を持っているか否か、という法的な問題だ。主要国の中では最も金融政策の正常化が進んでいる米国でさえも、このように、次の景気後退の際に金融緩和で対応できる余地はかなり限られる。この点が、米国経済、そして世界経済についての金融市場の見通しを一段と厳しいものとしている。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp