

みずほマーケット・トピック(2018 年 12 月 12 日)

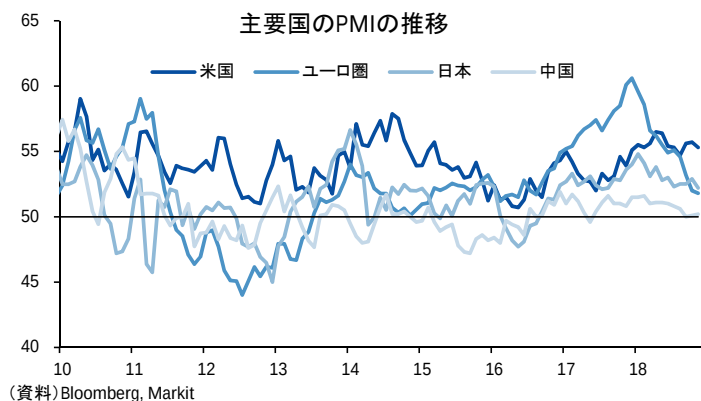
2019 年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～

2019 年の世界経済を見通す上での勘所はどこに置くべきなのか。簡単に整理しておきたい。18 年 11 月に公表した世界経済見通しにおいて経済協力開発機構(OECD)は「高まるリスクの中、成長はピークを超えた」と言明したが、筆者も 2019 年の世界経済を展望するにあたってのキーフレーズはまさに「ピークアウト」だと考えている。今後、着目すべきは「累次にわたる FRB の利上げがいよいよ米国内外の経済・金融情勢を本格的に蝕み始める」という論点であり、雑駁に言えば、「利上げの真価がいよいよ現れる」という論点である。米中貿易戦争やブレグジット、日米貿易交渉は当然重要だが、それらはあくまで元々弱っている状態に対する追撃であり、言ってみれば「ピークアウトする世界経済」というメインストーリーの脇に置かれたサイドストーリーである。貿易戦争が無くても、過去 5 年の FRB の政策姿勢を踏まえれば経済・金融情勢は減速して当然であろう。2018 年までの 5 年間、正常化プロセスを淡々と進めることに成功した FRB は 2019 年こそ、内外経済環境の動揺を無視できなくなるというのが筆者の基本認識である。

～金利上昇に耐えた 2018 年の米国～

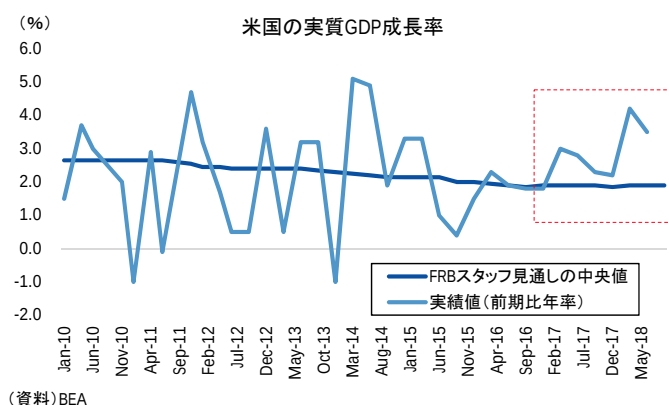
今年も残すところあと 3 週間弱となった。

2019 年の世界経済を見通す上での勘所はどこに置くべきなのか。ここで簡単に整理しておきたい。2018 年 11 月に公表した世界経済見通しにおいて経済協力開発機構(OECD)は「高まるリスクの中、成長はピークを超えた (Growth has peaked amidst escalating risks)」と言明した。筆者も 2019 年の世界経済を展望するにあたってのキーフレーズはまさに「ピークアウト」



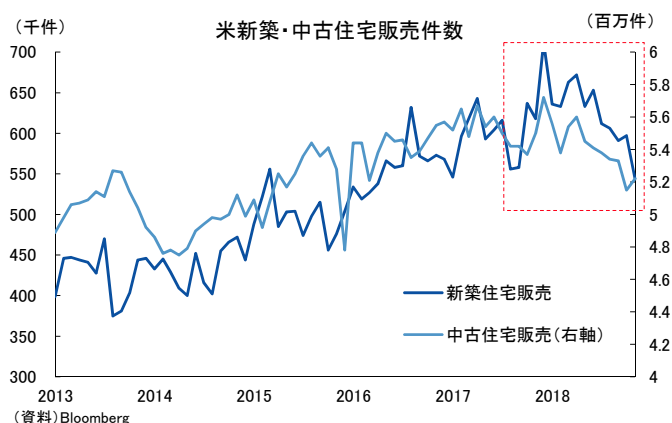
だと考えている。OECD に指摘されるまでも無く、代表的な経済指標は年初からそのような可能性を示唆してきた。例えば、世界経済の体温を素早く知ることで重宝される各国・地域の製造業 PMI の動きを見ると、ピークアウトは約 1 年前から始まっていた。唯一、米国だけが踏ん張ってきたのは恐らくは拡張財政の効果なのだろうが、それとて持続性を期待できるものではない(図)。少なくとも世界経済が今後加速していくという画を描くのはもはや大分難しいだろう。年初に「世界経済を展望する」というと、どうしても米中貿易戦争や英国の EU 離脱(ブレグジット)など個別テーマを網羅的に列挙することになりがちだが、本質はそうではないと筆者は思う。本当に着目すべきは「累次にわたる FRB の利上げがいよいよ米国内外の経済・金融情勢を本格的に蝕み始める」という論点であり、雑駁に言えば、「利上げの真価がいよいよ現れる」という論点である。

実際、2018 年の米国はまさに「ピーク」を感じさせるものだった。7～9 月期までの実質 GDP 成長率(前期比年率)の平均は 3%を超え、潜在成長率と目されるペース(FRB スタッフ見通しにおける長期経済成長率は約 1.8%)を大幅に上回っている(図)。失業率は 48 年ぶりの低水準である 3.7%で推移し、ISM 製造業景気指数は 60 近傍という「超」高水準で安定推移している。結



果、米経済の景気拡大は2019 年 7 月をもって過去最長(120 か月目)を更新する。もちろん、未曾有の危機からの立ち直り過程であるから、「長いから危ない」というのは暴論である。だが、米国経済が「改善の極み」に差し掛かっていることを疑う向きはもはや少なくないだろう。

政策金利を引き上げている以上、实体经济には必ずブレーキがかかる。とりわけ金利感応的な消費・投資行動がその兆候を発するだろう。例えば、その代表格である住宅関連の計数を見ると、今年に入ってから住宅販売件数は新築・中古を問わず明確にピークアウトしている(図)。住宅投資の減速は耐久消費財を筆頭に様々な消費・投資の減速に波及するというのが伝来的なルートである。



～貿易戦争やブレグジットはあくまでサイドストーリー～

もちろん、2019 年も米中貿易戦争やブレグジットは重要な論点である。また、ユーロ圏経済の減速やこれに応じた ECB の正常化プロセス挫折もあるだろうし、日米貿易交渉が脚光を浴びる時間帯もあるだろう。しかし、これらはあくまで元々弱っている状態に対する追撃であり、言ってみれば「ピークアウトする世界経済」というメインストーリーの脇に置かれたサイドストーリーである。根本的に気にすべき事実は「世界経済の成長が伸び切っているところに世界の資本コストである米金利が上昇を続けている」という最近1～2年の状況だろう。貿易戦争やブレグジットのような話が無くても、過去5年のFRBの政策姿勢を踏まえれば経済・金融情勢は減速して当然という整理が重要と考える。そもそも利上げの本分とは景気減速にあるはずであり、金利上昇にもかかわらず实体经济が加速し、株価も上がっていた近年の状況がおかしかった(だからゴルディロックス(適温)という特異な形容も容易された)。真っ当に考えれば、金利の上昇に応じてそれだけ儲かるプロジェクト(投資機会)は少なくなる。必然的に設備投資や雇用・賃金などの動きも鈍ってくることになる。世界経済が2019年に世界が経験するメインストーリーの要諦はこの辺りにあるのではないかと。

その上で、米中貿易戦争の影響にも目を配りたい。同テーマについてはよく「実害は出ていない」という評価を耳にするが、いくらなんでもそれは無責任な発言である。未だ好調な株価などを念頭に置いての意見なのかもしれないが、実際の製造業の現場からは「ああいった話がある以上、設備

投資計画は慎重にならざるを得ない」という声は出ている。実業の世界においては「事が起きてからでは遅い」のであり、少なくとも貿易戦争は「これからやろうとしていること」を控える動機にはなっている。これは立派な実害である。

なお、米中首脳会談で 2019 年からの追加関税引き上げ(10%→25%)が見送られたが、これが問題収束に至る一歩だとは思えない。2020 年の大統領選挙で再選を望むトランプ大統領が保護主義の旗を本格的に降ろす理由はないだろう。そのような動きがあるとすれば、そうせざるを得ないほど株価そして実体経済が軟化しているタイミングだろうが、その場合も FRB の利上げに責を求める形で渋々保護主義のステップバックを図ると思われる。とはいえ、こうした貿易戦争に係る下押し圧力は、あくまでも元々弱っていた世界経済に対する追加的な悪材料であり、予想の中心に据える要素だとは思わない。

～「米国が元気であるほど新興国が痛む」という皮肉～

ちなみに見通しにおいて、OECD は「複数リスクの組み合わせが互いに高め合い、成長を深刻に蝕む (A combination of risks could amplify each other and seriously erode growth)」との見解も示していた。この「複数リスク」のうちの 1 つとして「高まる新興国金利 (higher EME interest rates)」が挙げられているが、これも元をただせば FRB の利上げ路線に由来している。2018 年は新興国市場からの資本流出が大きなテーマとなった。この背景に米金利上昇があったことは疑いようがない。投資妙味の

		現在 (%)	直近の政策動向		2018年
			日付	決定事項	累積変更幅
エマージングアジア					
中国	1年物貸出基準金利	4.35	2015/10/23	-25bp	0bp
インド	翌日物レボ金利	6.50	2018/10/5	現状維持	+50bp
インドネシア	7日物リバースレポレート	5.75	2018/10/23	現状維持	+150bp
韓国	7日物レボ金利	1.50	2018/10/18	現状維持	0bp
マレーシア	翌日物金利	3.25	2018/9/5	現状維持	+25bp
フィリピン	翌日物金利	4.50	2018/9/27	+50bp	+150bp
タイ	翌日物レボ金利	1.50	2018/9/19	現状維持	0bp
ベトナム	リファイナンス金利	6.25	2017/7/7	-25bp	0bp
中東欧・アフリカ					
ロシア	1週間物レボ金利	7.50	2018/10/26	現状維持	-25bp
南アフリカ	レボ金利	6.50	2018/9/20	現状維持	-25bp
トルコ	1週間物レボ金利	24.00	2018/10/25	現状維持	+1600bp
ラテンアメリカ					
ブラジル	SELIC金利	6.50	2018/10/31	現状維持	-50bp
メキシコ	翌日物金利	7.75	2018/10/5	現状維持	+50bp

(注) インドネシア中銀は2016年8月19日に政策金利をBIレートを7日物リバースレポレートに変更

(資料) ブルームバーグ、みずほ銀行

劣化した新興国通貨がこぞって手放される中、複数の新興国の中央銀行が同時多発的に通貨防衛を迫られることになったのである。表に示されるように 2018 年を通じて新興国全体ではかなりまとまった幅の利上げが行われた。景気が良いから利上げされたわけではなく、あくまでも通貨防衛としての利上げであった。皮肉なことだが、論理的に考えれば、この先も「米国が元気であるほど (FRB 利上げを通じて) 新興国が痛む」という構図が続く公算は大きい。

もちろん、新興国市場からの資本流出が「〇〇ショック」と呼ばれるほどの事態に至るのかどうかは別の話である。しかし、利下げや量的緩和を実施する時にあれほど効果を喧伝しておいて、いざ撤収する時には「限定的」と強弁するのにはいささか無理もある。少なくとも 2017 年のように、アルゼンチンが 100 年国債を発行して、しかもそれがしっかり消化されてしまうようなカネ余りの市場環境はもはや過去の話である。

～「金利上昇は足枷」との問題意識が今後顕著に～

冒頭述べたように、2018 年は米国の実体経済が想定以上に堅調を維持した。だが、2019 年を

迎えた我々が考えるべきことは現在 3.7%の失業率がさらに改善を続けたり、米金利上昇にも拘らず住宅市場が堅調を維持したりすることがあり得るのかという話だ。もちろん、このまま1年は堅調を維持できてしまうというシナリオも無い訳ではない。しかし、そう予想するだけの論拠を筆者は持たない。筆者は1年前、「金利上昇に内外の経済・金融情勢が耐えられるのか」という懸念を持っていた。結局、この1年間でその懸念は顕在化しなかったが、それは懸念自体が消えたことを意味しない。むしろ、そのマグニチュードは潜在的な脅威を高めたまま、今日に至っていると考えられる。2018年の様子を窺う限り、2019年は「米金利上昇は経済・金融にとって足枷」という問題意識がより広く、深くなっていく可能性が高い。2018年までの5年間、正常化プロセスを淡々と進めることに成功したFRBも今度こそ、こうした内外経済環境の動揺を無視できなくなるというのが筆者の基本認識である。相場について言えば、高止まりしていた米金利やドル相場が下方方向への調整を余儀なくされる年になると考えたい。ドル/円相場について言えば、『中期為替相場見通し』で提示しているように、100円程度までの調整は想定したいところである。

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追隨する株価～
2018年12月4日	パリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いつかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際と信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し…だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年8月分)
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～銀寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレードは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混乱を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～