

Special Report

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

中間選挙後、米国の景気後退確率は高まったのか

KEY POINT

- 米中間選挙を終え「ねじれ議会」が発生。財政政策にブレーキが掛かれれば保護主義のアクセルが踏まれよう
- 財政の崖とサプライチェーンの分断、その結果として生じる悪性インフレや悪い金利上昇が懸念される
- ただし、米国経済の成長は財政政策による「公需」でも保護主義に影響される「外需」でもなく、「民需」が主導
- 米国の長期金利は依然として低く、民間投資の利ざやば厚い。投資の腰折れはなく、民需の拡大は続く公算
- 金融引き締めや財政の崖により、米国では「景気減速」が予想される。しかし、これと「景気後退」は別物
- 株価は市場参加者がリスクへの過度な警戒から脱し、良好な実体経済へと目を向ければ、自ずと復元へ

中間選挙後の政策運営

11月6日に行われた米国の中間選挙は、上院は共和党、下院は民主党が制した。トランプ大統領の政策の軸は、①減税、②インフラ投資、③保護主義的な通商政策だが、「ねじれ議会」という新たな政党力学の下では、政策運営は変わって来る。

大きな政府を志向する民主党は、減税には反対しよう。一方、インフラ投資には賛成の立場だが、こちらは共和党が消極的なため、大規模なものとはならなそうだ。通商政策については、大統領権限が強いことから、議会の意向によらず、この先もトランプ大統領のさじ加減一つで決まるはずだ(図表1)。その他、諸々の政策はあるが、経済・金融市場にとってはこの3つが特に重要だ。

図表1: 両党の政策スタンス

民主党 大きな政府を志向	主なトランプ政策	共和党 小さな政府を志向
×	減税	○
○	インフラ投資	△
○	保護主義★	△
×	高圧外交★	○
×	オバマケア改廃	○
○	薬価引き下げ	○
△	不法移民排斥	△

注: ○は賛成、△は消極的賛成、×は反対を表す。★は大統領権限が強く、トランプ大統領の判断で実行できることが多い分野
出所: SonyFH

以下では今後の財政政策や通商政策で懸念される点を示すとともに、米国の景気や株価の先行きを考えたい。

「財政の崖」による景気減速のリスク

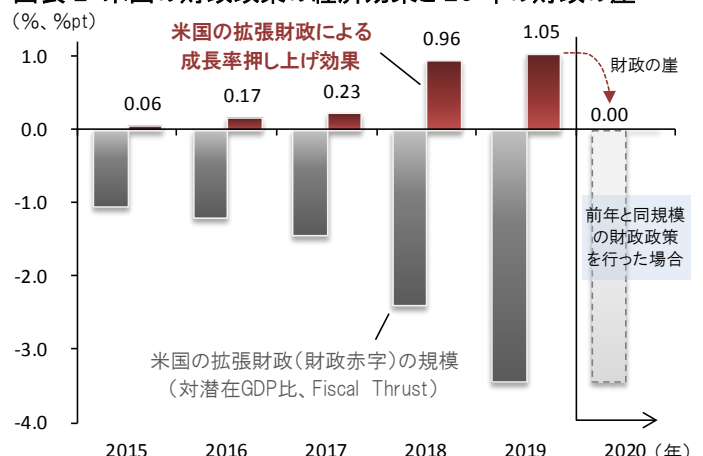
18年初に始まった大型減税や歳出拡大は、米国経済を押し上げる一方で、長期金利の上昇と経常赤字の拡大を招いてきた。しかし、これをみたトランプ大統領は、金利の上昇はFRB

の利上げのせい、経常赤字の拡大は貿易相手国の不公正な商慣行や通貨安政策のせいと、論点をすり替えた。トランプ大統領は、不都合なことの原因は全て自分以外にあると考え、方々に八つ当たりとも思える攻撃を仕掛けている。こうしてみると、トランプ大統領によるFRB批判や保護主義は、財政政策の副作用ともいえる。

中間選挙を終え、今後は少なくとも野放図な拡張財政にはブレーキが掛かりそうだ。このことは、景気の過熱や金利急騰のリスクを後退させるとともに、トランプ大統領の無軌道な攻撃を鎮める意味でも、当面の世界経済や金融市場にとってはプラスである(☞詳細は『異形のポリシーミックスと悪い金利上昇のリスク』Special Report、2018年10月29日を参照)。

他方、財政政策の自由度が下がることは、この先の景気への不安を高めることにもなる。現行の財政政策の効果は19年末には切れる。それを穴埋めできるほどの大規模な追加措置が取られる可能性が低下したことで、いわゆる「財政の崖」が発生する確度が高まった(図表2)。

図表2: 米国の財政政策の経済効果と20年の財政の崖



注: Fiscal Thrust(景気循環調整済みプライマリーバランスの対潜在GDP比)は裁量的な財政政策の経済効果を計る指標。減税と歳出拡大の双方を含む。ここでの成長率押し上げ効果は、財政出動の支出性向を1とする場合
出所: OECD, SonyFH

トランプ大統領による現行の財政政策は、18、19年のGDP成長率を最大1%ポイントずつ押し上げる巨大なものだが、仮に2020年に19年と同規模の財政出動(財政赤字)を続けられたとしても、20年の成長率への押し上げ効果はゼロとなる。19年から20年にかけては、成長率に1%ポイントもの落差が生じる可能性がある。これを根拠に「2020年景気後退説」を唱える人は、今後ますます増えそうだ。

保護主義にアクセル

財政政策にブレーキが掛かればトランプ大統領は保護主義のアクセルを踏むだろう。財政の崖が発生するのは大統領選の予備選が始まる大事な時期でもあり、その時までになんとしてでも政治的成果を挙げておきたいと考えるためだ。攻撃の対象は引き続き中国が中心だが、日本へも矛先が向かいつつある。

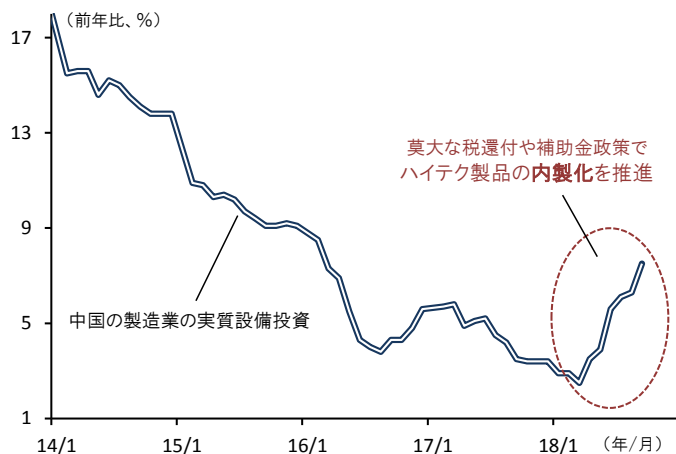
当面の焦点は、11月末に予定される米中首脳会談だ。これが不調に終われば、トランプ大統領は中国からの全ての輸入品(5,170億ドル)に25%の関税を課すという。米国は中国が将来の技術覇権を狙って定めた「中国製造2025」戦略を危険視し、先端産業から中国を排除すべく制裁関税を強行してきた。

米中会談でトランプ大統領が真に望む“商談”は、「中国製造2025」の撤回であろう。だが、中国はいま、この戦略をむしろ強力に推進している。米中の思惑は完全にすれ違っており、首脳会談での劇的な関係改善は期待し難い。

中国側の動きでいま特に目立つのは、ハイテク製品の「内製化(完全国内生産化)」だ。4月以降、政府はハイテク産業を莫大な補助金や減税で支援しており、結果として、中国の製造業の設備投資が異様なペースで増加し始めている(図表3)。

このような動きはトランプ大統領の恰好の標的となるだろう。トランプ大統領の保護主義は、関税に止まらず、今後は内政干渉に近いところまで及ぶ可能性がある(☞詳細は『米国の「保護主義」と中国の「内製化」が招くスロートレードの悪夢』Economic Data Watch、2018年10月11日を参照)。

図表3: 保護主義への対抗策 ~ 国策としての内製化が進む



注: 製造業設備投資を固定資産投資のPPIで実質化
出所: 中国国家统计局, SonyFH

また、日本に対しては来年早々にも始まる日米物品貿易協定(TAG)の交渉において、農畜産物の市場開放や自動車の輸出数量規制、並びに米国で生産する日本車の部品調達規則の強化などを迫ろう。トランプ大統領は日本が市場開放に応じないなら、日本車に20%の輸入関税を課すと脅しをかけている。

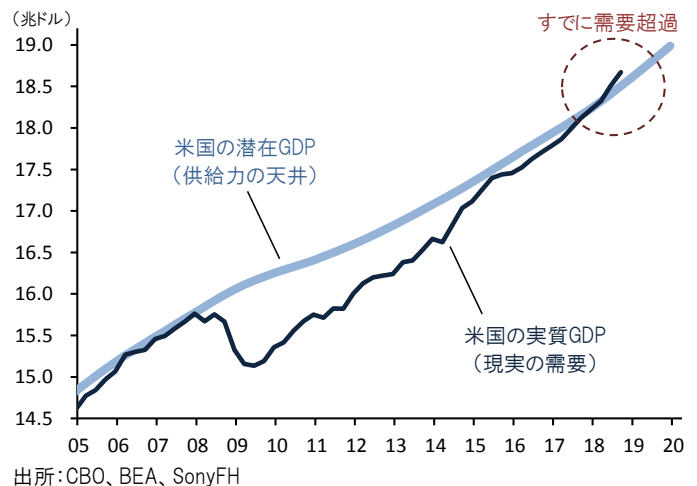
保護主義のブーメラン効果

しかし、こうした保護主義政策の影響はブーメランとなって米国民や企業を直撃する。それは、第一に国際的なサプライチェーンの分断である。たとえばスマートフォンなどのハイテク製品の生産では、米国(開発・設計)→日本(半導体製造装置)→日本・台湾・韓国(IC・電子部品)→中国(組立)というサプライチェーンが構築され、各国が得意分野(比較優位)に特化することで高い生産効率を実現してきた。

しかし、米国が中国を排除し、このサプライチェーンを分断すれば、付加価値の低い下流工程の生産をも米国内で行わざるを得なくなるかもしれない。そうなれば米国企業の高い収益性は損なわれ、株価の下落にも繋がろう。

また、労働力不足に直面する米国企業が海外の生産能力を活用できなくなれば、米国経済は国内の生産能力の天井(潜在GDP)にぶつかり、経済成長率も大幅に鈍化する恐れがある(図表4)。

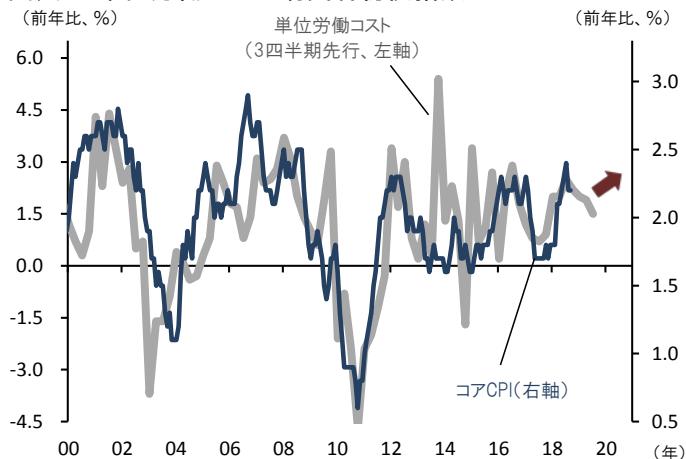
図表4: 貿易なくして供給力の天井を超え続けることはできない



保護主義のブーメラン効果の第二にはインフレがある。それは、関税による輸入インフレだけではない。輸入を悪と考え、生産の無茶な国内回帰を行えば、労働生産性の低下と人手不足の下での賃金上昇が重なり、単位労働コスト(=賃金/労働生産性)の急上昇に繋がる。

これは典型的な悪性インフレであり、「悪い金利上昇」を通じて、景気悪化、株価下落、新興国からの資金引き揚げなどを招き得る。また、悪性インフレの芽は早めに摘まなければ、スタグフレーション(不況とインフレの同時進行)へ繋がる。そこまでいくと、もはや財政・金融政策での対処が難しくなってしまう。

図表 5: 単位労働コストと消費者物価指数



注: 単位労働コスト(ユニット・レーバー・コスト) = 賃金 × 労働投入量 / 生産量 = 賃金 / 労働生産性。労働生産性が低下するなかで賃金が上昇すれば、単位労働コストは大幅に増加する
出所: BLS, SonyFH

このように、保護主義が誰の得にもならないことは明らかだが、トランプ大統領の独善的な思考回路は、容易には変わりそうにない。変わるとすれば、悪性のインフレや金利上昇の兆候を嫌気し、トランプ大統領への国民の支持率が急落するような場合であろう。

米国の景気後退確率は高まったのか

財政の崖やサプライチェーンの分断、悪性インフレに悪い金利上昇——。トランプ政策にまつわる懸念を挙げればきりが無いが、中間選挙の結果を受け、米国の景気後退確率は高まったのだろうか。

答えは否である。上記では、財政政策、保護主義について最悪の帰結を示した。しかし、実際のところは、財政の崖の影響については、トランプ大統領が民主党の賛同を得てインフラ投資を拡大できれば、一定程度は軽減される。また、サプライチェーンについては中国抜きでも他の国を交えて新たな形が構築されれば、すぐに米国への生産回帰や悪性インフレが起こるとは限らない。さらに、景気回復が続く中、ドル高進行によって輸入インフレもある程度抑えられるだろう。厳密に言えば景気後退確率は高まったのかもしれないが、気にするレベルではない。

また、そもそも、米国経済の最大の成長エンジンは、財政政策による「公需」でもなければ保護主義の影響を受ける「外需」でもない。低金利を背景とする投資の持続的拡大、すなわち「民需」にそが重要である。

米国の景気後退局面を振り返れば、その多くは金利の上昇による民間投資の環境悪化が原因であった。図表 6 が示すように、過去は米国の長期金利が名目潜在成長率を上回ると、その後 1 年以内に株価の調整が始まり、1 年半程度で景気後退に陥っていた。

ここで潜在成長率とは「米国の実物資産へ投資したときの収益率」、長期金利は「投資資金の調達コスト」と考えることができる。この差分が「**米国での投資から得られる利ざや**」である。

この投資利ざやがマイナス(逆ざや)となれば、設備投資や住宅投資が変調を来す。それを見越して先に株価が下落し、後に実際の景気後退に至るのである。ただし、現在は、投資利ざやはまだ 1% 近くもあり、全く問題ない。

図表 6: 長期金利は低位、株価調整や景気後退リスクは小

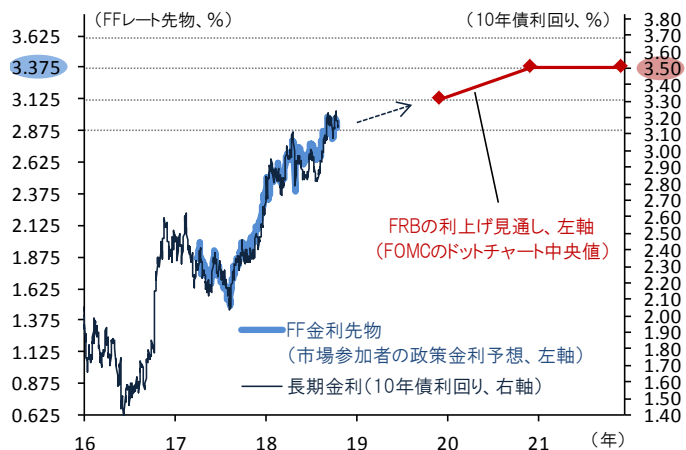


注: 潜在成長率(名目)=CBO の潜在成長率推定値+インフレ目標 2%
出所: FRB, CBO, Bloomberg, SonyFH

では、長期金利はどこまで上がるだろうか。FRB は 2020 年末までにあと 5 回の利上げを行い、政策金利を 3.375% まで引き上げる計画だ。そのため筆者は、**米国の長期金利が 2021 年に掛けて 3.5% まで上昇すると予想する**(予想の詳細は図表 7 の脚注を参照)。

しかし、それでも長期金利が名目潜在成長率(4%)を超えることはない。このような**良好な投資環境は少なくとも向う 3 年は続く**。その間は米国発の株価の本格調整や景気後退は起こらないと考えられる。

図表 7: 政策金利見通しと長期金利の関係



注: ここでの FF 金利先物は市場が予想する政策金利のピークを表す。現在、市場は政策金利が 2.875% 程度までの引き上げられると予想しており、それに呼応して長期金利は 3.2% 程度にある。今後 FRB の利上げ計画を織り込んでいけば、FF 金利先物は 3.375% (左軸) まで上昇する。その時、長期金利は 3.5% (右軸) へ到達するものと当社は予想する
出所: Bloomberg, SonyFH

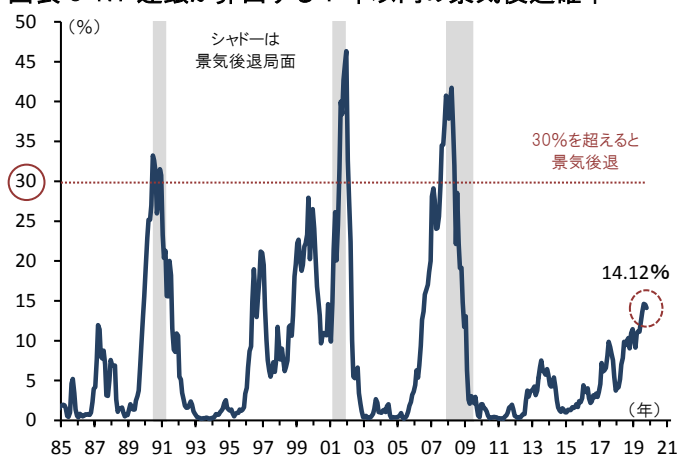
景気減速と景気後退は別物

金融政策は引き締め方向へ進み、財政政策の面では多かれ少なかれ「財政の崖」の効果が働く蓋然性が高い。それゆえ、当社は米国の経済成長率が18年の前年比2.9%から、20年には2.4%へ減速すると見込んでいる。しかし、これは**巡航速度である潜在成長率(2%程度)へ向けた正常化であって、景気後退ではない**。景気減速と景気後退は別物である。

話はややそれるが、米国景気後退説を唱える論者の根拠のひとつに、NY連銀が計算する、「**1年以内の景気後退確率**」がある(図表8)。足下でじわりと上昇しており、景気後退に近づいているという。しかし、こちらは30%を超えると1年以内に景気後退に至るといふものである。いまのペースでは30%に到達するのは2020年に入ってからで、景気後退に至るのは2021年であることを示唆しているようにも見える。景気後退がすぐそこに迫っているという論拠になるのだろうか。

なお、これはイールドカーブの形状(長短金利差)から計算した景気後退確率である。当社では長短金利差は景気後退のシグナルにはならないと考えており、FRBも同様の論文を発表しているところである。この指標はあまり気にする必要はない(☞詳細は『**逆イールド警戒論への終止符**』Economic Data Watch、2018年7月19日を参照)。

図表8: NY連銀が算出する1年以内の景気後退確率



注: 米国債のイールドカーブの形状から算出した1年以内の景気後退確率
出所: NY連銀、SonyFH

株式市場の注目はリスクからリアルへ

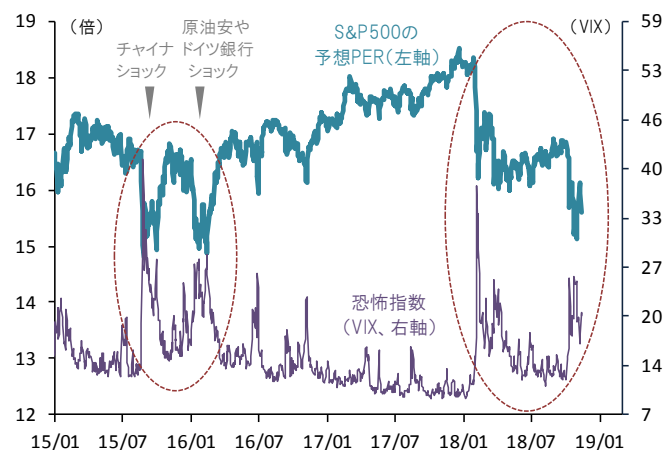
10月以降、米国の株価は長期金利の急騰をきっかけに急落したものの、景気は相変わらず良好で企業業績を表すEPSも堅調だ。株価の下落はもっぱら不安心理に基づくバリュエーション(PER)の悪化によるものである(図表9)。

いま、米国の中間選挙という不透明要因が一つなくなったことで、恐怖指数(VIX)は低下し、PERが切り上がり始めている。市場参加者がリスクへの過度な警戒から脱し、良好なリアル(実体経済や企業業績)へと目を向ければ、株価は自ずと復元しよう(☞詳細は『**米国株、注目はリスクからリアルへ**』Economic Data Watch、2018年11月5日を参照)。

当社のマクロ経済見通しに基づけば、米国株価(S&P500指数)は来春にも史上最高値を更新し、19年末にはそれを8%上回る3,200ポイント程度までの上昇が予想される。

渡辺浩志

図表9: 米株価の下落はセンチメント中心 ~PERとVIX



注: 予想PERは12カ月予想EPSに基づく
出所: CBOE、Bloomberg、SonyFH



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より外向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ外向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

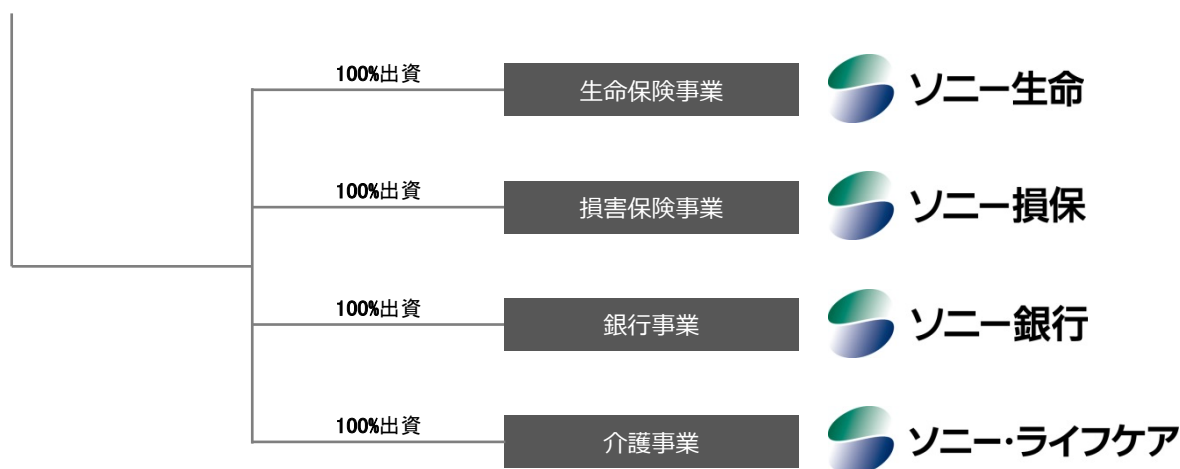
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>