

Contents *****

特集：「日本化する」世界経済の総点検	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”The black hands conspiracy” 「黒い手の陰謀論」	7p
<From the Editor> Anywheres と Somewheres	8p

特集：「日本化する」世界経済の総点検

残暑お見舞い申し上げます。雨続きの7月が終わったら、8月は連日えらい暑さ。ところがお盆を過ぎると、今週の首都圏は雨続きです。近年ではほとんど慣れっこになっているとはいえ、毎年のように変な天気が続くものです。

ところが世界経済と金融市场もこの夏は大荒れです。リスク要因を指折り数えると、たちまち両手が塞がってしまうほど。そして世界各国の金利低下は驚くほどで、「世界経済の日本化」がいよいよ現実味を帯びてきました。いったい何が起きているのか、どこをどう心配すればいいのか、そしてどんな処方箋が考えられるのか。

「夏休みモード」の頭を、急いで平常運転に切り替える必要がありそうです。

● 「強気のハイマン氏」を悩ませる懸念材料

ニューヨークの人気エコノミスト、エド・ハイマン氏の「Evercore ISI ウィークリー・レポート」は、昔の義理で今でも送ってもらっている¹。米国経済を定点観測するのに、これほど適した材料はないだろう。ここ10年くらいのハイマン氏は、「万年強気」のメッセージを送ってきた。その結果、ずっと予想は的中してきた。

現在の米国経済は、2009年6月をボトムとする息の長い回復局面にある。過去最長は1991年3月から2001年3月までの120か月間であったから、この夏に腰折れしていなければ今年7月で121カ月目となり、景気拡大期間が最長記録を更新した公算が高い。ただし米国の景気の山谷は、民間エコノミスト機関であるNBERが事後的に判断するので、史上最長を更新したかどうかはもう少し先になってみないとわからない。この辺の事情は、日本経済とそっくりである。

¹ 岡三証券法人セミナーのパネルディスカッションで5回もご一緒させてもらった。

ハイマン氏の見立てによれば、2012年と16年に2度のミニ・リセッションがあったために、景気拡大が長持ちしている。現在は3度目の調整期間と考えられ、本格的な景気後退局面ではない。この間に株価はダウ平均で2009年3月の底値6000ドル台から、現在は4倍以上の2万6000ドル台になっているのだから、経済レポートとしては大成功である。

そのハイマン氏も、今月に入ってからの市場の激変にはさすがに動搖を隠せない。最新の8月19日号では、「今は何かが明らかにおかしいが、正常化されるだろう」と述べている。その上で、米国経済にとってのリスクとして以下の点を挙げている。

1. 軟調な中国経済
2. 貿易戦争
3. 逆イールドカーブ
4. 香港のデモ
5. Brexit
6. アルゼンチン
7. 世界的な経済の鈍化
8. 日本の消費税引き上げ（今年10月）
9. 2020年米大統領選への懸念

ハイマン氏の思考に慣れ親しんだ者としては、1~9の序列が興味深い。おそらくはこの順序通りに重視しているのであろう。以下、簡単にコメントしておく。

- ① 中国経済の成長鈍化こそが目下最大の懸念材料である。これがもっとも正体が把握しがたく、なおかつ中長期的な影響が大である。
- ② 貿易戦争は、少なくとも年内は解決が困難であろう。
- ③ 10年債利回りが1%台に低下し、政策金利や3ヶ月物利回りを下回った。過去のパターンから行って、逆イールドカーブは米国経済が景気後退に入る前兆との見方がある。ただしハイマン氏によれば、「まだ2か月そうなっただけで、8か月継続しないとリセッションシグナルとは言えない」とのこと。
- ④ 香港で6月から続いているデモは「究極の地政学リスク」。ひょっとすると「第2の天安門事件」を招くかもしれない（「今週のThe Economist誌」も参照のこと）。
- ⑤ 新たに発足したボリス・ジョンソン政権の下では、10月31日に英国がNo Deal Brexitに至る確率はかなり高いと見るべきだろう。
- ⑥ G20国のアルゼンチンでは、左派政権誕生の可能性を嫌気して通貨ペソが急落し、IMFの助けを仰ぐことになった。もっともこれはよくある事態。今週になって表面化したG7国、イタリアの政局不安の方がさらに深刻だろう。

さらに今後の展開次第では、「ホルムズ海峡危機」や「日韓対立」なども新たな懸念材料となるかもしれない。なお蛇足ながら、筆者が今ハイマン氏に会ったとしたら、「こんなときに消費増税を実施する日本は、おかしいんじゃないの？（ウチは関係ないからいいけどさ！）」と言われそうな気がしている。さて、何と答えればいいのだろう？

●低金利は世界の呪縛か福音か

世界経済の変調は、何と言っても金利の急低下に表れている。以下は The Economist 誌巻末の経済指標ページから抜き出したもの。世界の主要経済圏の長期金利は、今やこんなに低下しているのである。

○Economic & Financial indicators ("The Economist" Aug 17th 2019 から)

	10年物国債金利 (%)	1年前との変化 (Basis Point)	財政赤字 (対 GDP 比、19年)	1カ月前の金利 July 20 th
中国	2.9	▲44.0	-4.5	3.0
米国	1.6	▲133	-4.7	2.1
カナダ	1.1	▲117	-0.9	1.5
豪州	0.9	▲165	+0.1	1.4
英国	0.6	▲76.0	-1.6	0.9
日本	-0.3	▲34.0	-3.0	-0.1
ユーロ圏	-0.7	▲99.0	-1.1	-0.3

長く超低金利に慣れ親しんだ日本にいると実感がわきにくいが、以下のような「新常識」を確認しておきたい。

- * 中国も3%割れ。かつては代表的高金利通貨であった豪州も1%割れ
- * 日本とユーロ圏はマイナス金利に
- * 米、加、豪は1年前に比べて1% (100bp) 以上も低下
- * 財政赤字の規模はほとんど影響していないように見える
- * 米国で利下げが行われた7月末から急低下している。

もちろん世界から高金利国がなくなったわけではない。トルコ(15.0%)、アルゼンチン(11.3%)、ロシア(7.4%)など、あいかわらずの世界もある。しかし財政問題で騒がれたギリシャが2.1%だとか、イタリアは1.5%で今週、コンテ首相の辞任報道があるとむしろ国債が買われた、などと聞くと、しみじみ過去の常識は通用しないようだ。

さらにデータを細かく見ていくと、今やマイナス金利の国はめずらしい存在ではなくなった。日本(▲0.3%)を超える国としては、スウェーデン、オーストリア(▲0.4%)、オランダ(▲0.5%)、デンマーク(▲0.6%)、ドイツ(▲0.7%)、スイス(▲1.0%)などがある。少なからぬ国が日本に追いつき、あるいは追い抜いてしまっている。

ここでハタと気が付くのは、7月に「米利下げで円高が進む」という予測が多かったわりには、8月になってもさほど円高が進んでいない理由である。以前であれば、低利の円を調達して高金利通貨に投資する「円キャリートレード」が盛んであった。だから金利差が縮小すると、解消売りで円が買い戻された。しかし、今や何も円にこだわる理由はない。ほかにも選択肢があるのだから、円はそれだけ目立たない通貨になってしまった。さらに買うべき高金利通貨も少ない。だから金利差が縮小しても、円が買われない。世界経済が日本化（Japanization）したら、円がステルス化した、と考えるとまことに皮肉な話である。

世界的な金利低下の契機となったのは、7月 FOMCにおける10年ぶりの利下げであろう。トランプ大統領は0.25%の利下げに満足せず、「もっと利下げを」「そうすれば米国経済はさらに良くなつて中国との戦いに勝てる」と連銀批判のツイートを繰り返している。

たしかに利上げは、少し早かったかもしれない。ゼロ金利を脱したのは2015年12月のこと。それから3年半の間に連銀は都合9回の利上げを実施し、FFレートはようやく2.25～2.50%になったところ。しかし長期金利との見合いで行けば、それでも早過ぎたし、高過ぎたということになる。

とはいって、世界的な長期金利の低下は「将来への自信のなさ」の表れであろう。トランプ大統領の思惑とは別に、「利下げが行われるほど、世界経済は自信を失っていく」のではないか。それはかつての日本経済の姿にも重なってくる。

●2020年に世界経済は底打ちする？

それでは実体経済はどうなっているのか。いつも通り、IMFの「世界経済見通し」(WEO)の最新版をチェックしてみよう。

○IMF "World Economic Outlook"(July 18th 2019) "Still Sluggish Global Growth"

(単位：%)	2017	2018	2019	2020
全世界	3.8	3.6	3.2 (-0.1)	3.5 (-0.1)
先進国	2.4	2.2	1.9 (+0.1)	1.7 (0.0)
—アメリカ	2.2	2.9	2.6 (+0.3)	1.9 (0.0)
—ユーロ圏	2.4	1.9	1.3 (0.0)	1.6 (+0.1)
—日本	1.9	0.8	0.9 (-0.1)	0.4 (-0.1)
新興国	4.8	4.5	4.1 (-0.3)	4.7 (-0.1)
—中国	6.8	6.6	6.2 (-0.1)	6.0 (-0.1)
—インド	7.2	6.8	7.0 (-0.3)	7.2 (-0.3)
—ASEAN 5	5.3	5.2	5.0 (-0.1)	5.1 (-0.1)
世界貿易量	5.5	3.7	2.5 (-0.9)	3.7 (-0.2)
石油価格	23.3	29.4	-4.1 (+9.3)	-2.5 (-2.3)
非燃料	6.4	1.6	-0.6 (-0.4)	0.5 (-0.6)

() 内の数字は前回4月の予想値からの変化

7月分の最新 WEO から浮かび上がってくるのは、以下のような光景である。

- * 19年は3.2%まで減速して、20年は3.5%と少し改善することになっている。しかし、これは理解しにくいシナリオである。1～3位の経済大国である米中日が、揃って19年よりも20年の方が成長率は低くなっている。20年の方が19年より高いのはユーロ圏とインドくらいであり、これでは浮揚力が足りないのではないか。
 - さらに言えば、欧州は Brexitなどの政治リスクを抱えており、インド経済もここへきて減速している。「来年は今年よりも良くなる」というのは、かなり苦しい見通しと言わざるを得ない。
- * 4月分 WEO と比較すると、「世界貿易量」が0.9%も下方修正されている。2%台の伸びは過去にもめずらしいほど低く、これは貿易戦争の影響を重く見たからであろう（米中通商協議は、5月初旬までは合意が楽観されていた）。
- 最近、ドイツ経済の不調が伝えられており、4-6月期にマイナス成長となったのは対中輸出が急減したからとみられている。貿易戦争というよりも、むしろ「中国経済の軟調さ」が響いているように見える。
- * 新興国の4.1%成長というのも、2001年以来の低さである。いわゆる BRICs ブームはまさに2001年から始まったわけだが、それから20年近くが経過してみると、中国やインドは今ではかなり大きな経済に成長し、さすがに Emerging な存在ではなくなりつつある。
 - 世界経済は BRICs に代わる成長のエンジンを必要としているが、それはまだ見つかっていない。現在のような金利低下は、世界的な資金需要の乏しさに起因するものであろう。

以上をまとめると、①今年が景気のボトムになるという保証はなく、②貿易戦争は確かに景気の足を引っ張っているが、③むしろ中国経済の伸び悩みの方がより本質的な問題であり、④世界は新たな成長のフロンティアを必要としている、ということになる。

●処方箋は？～MMT の誘惑

今日の世界経済においては、以下の3つの傾向を勘案する必要がある。

ひとつは政治リスクの高まりである。責任ある政府（Responsible Government）であることよりも、とにかく民意におもねる（Representative Government）指導者が増えている。ひとことで言うと「ポピュリズム」だが、貿易戦争や Brexit など景気に負荷をかける政策課題の発端はそこにある。ただしポピュリズムが生じる原因は、「繁栄から取り残された人々」であって、その背後には「回復を実感できない成長」という経済問題が横たわっている。それさえなければ、ポピュリストが政権を取ることはなかつたはずである。

2つ目に、超低金利の長期化という問題がある。普通であれば、金利低下のときは株なり不動産なり、バブルの発生を警戒するものである。しかし現在の民間部門には、成長のプロンティアが見当たらず、将来への不安材料が多くなる。そこで「質への逃避」となって国債がバブルとなり、一部の国ではマイナス金利が常態化している。

かかる状態では、無理なイールドハンティングを迫られる金融機関にリスクがありそうだ。換言すれば、「資金が潤沢に供給されているからこそ、金融システムが不安定化する」というパラドックスを警戒しなければならない。考えてみれば、日本の金融界では以前から普通に起きている事態である²。超高齢化社会においては、おカネを貸したい人は大勢いるが借りてくれる人が見当たらなくなる。資金需給のバランスが崩れてしまうという問題は、今後は世界に広がっていくのではないだろうか。

3つ目に、景気拡大局面の超長期化という問題がある。2008年の国際金融危機直後に経済がボトムをつけ、それ以来、非常にゆっくりとした回復が続いている。何度かミニ・リセッションがあったとはいえ、大きな調整を経験することなく10年近くが経過した。この間、金利や物価の上昇は限定的であり、製造業よりも非製造業が好調であることもあるが、景気サイクルはどんどん見えにくくなっている。そして個人が享受できる景気回復の実感は乏しい。これまた日本経済が過去に経験してきたことである。

普通に考えれば、これはそんなに悪い話ではあるまい。その一方で、世界中で「好況も不況も知らない若い世代」が育ちつつある。果たしてそれは良いことなのだろうか。「インフレは死んだ」と言われて久しいが、この世の中から金融危機や通貨危機がなくなることはないだろう。この次にその手の事態を迎えたときに、耐性は乏しくなっているはずである。

さて、こんな世界経済において、どんな処方箋が考えられるのか。上記の通り、今日の世界では、①ポピュリスト政権が増え、②超低金利が常態化し、③景気拡大局面は続いているものの、その実感は乏しいのである。

となると、必然的に行き着く先は、「安いコストで国債を発行し、財政出動を増やす」という選択肢である。これすなわち、MMT（Modern Monetary Theory）が主張しているところである。MMTを認めるかどうかについて、経済論壇は既に大いに盛り上がっているのだが、そんな議論はさておいて、それに近い実験が必然的に始まるのではないかだろうか。

そういうえば今週、トランプ大統領は突如として「給与税の減税」（日本で言えば社会保険料の減免）に言及した。所得税減税では富裕層ばかりが潤うが、こちらは中間所得層への恩恵があるから、ということであいかわらず選挙のことしか考えていない様子である（その代わり、将来の年金受取額が減額されてしまいそうだが）。

米国経済のためには、民主党とよく協議して「インフラ投資」を増やす方が良いのではないかと思うが、もちろんそんなことを聞くような人ではない。ともあれトランプ政権が2期目を迎えるとしたら、経済政策は事実上のMMTとなるような気がしている。

² たとえば地銀による「かぼちゃの馬車」をめぐる融資問題など

<今週の”The Economist”誌から>

”The black hands conspiracy”

「黒い手の陰謀論」

Chaguan

August 15th, 2019

アジア欄に掲載される当コラム Chaguan は、The Economist 誌の中では比較的新しい存在ですが、中国の内部情勢についてよく突っ込んだ情報を届けてくれると思います。

<抄訳>

香港デモの陰に海外の「黒い手」がある、という中国政府の言い分を聞くと憂鬱になる。馬鹿げているが、中国本土では広く信じられている。「CIA がカネで香港人にデモをさせ、深夜便で外国人を脱出させている」という噂を、本誌は香港空港の運転手から聞いた。

特に問題なのは、中国共産党幹部が「黒い手」を信じていることだ。外部の手で 200 万人デモは成立しないし、彼らは逃亡犯条例に絞って平和的に反対している。ところが北京の感覚では、自由意思でデモに参加することはあり得ず、抗議者たちは漢奸にされる。

デモはじょじょに暴力的になり、警官たちと本土の記者 1 人が怪我をしている。これだけ暴力沙汰が続いて、政府が譲歩しないのなら無理もない。ところが香港政府と北京は違う説明をする。外国勢力（米国）によるウクライナ式の「カラー革命」だというのだ。

初代行政長官を務めた董建華は、7月末に「かくも組織された」抗議は、米国や台湾が「陰で糸を引いている兆候」だと述べた。一部抗議者は星条旗や植民地時代の香港旗を掲げており、外国がスマホで指示を出していると言う。民主化指導者が米外交官と会っている写真も公表された。だが、米国のスパイが日中にホテルのロビーで会うだろうか。

米国が資金を出しているという批判も的外れだ。まず抗議者たちはそれほど資金を必要としていない。香港人は催涙弾で濡れた T シャツの着替え、堅い帽子と覆面を買い、腹が減ったらマックの食券を使う。また米国にとっては、安定した香港の方が利益である。97 年以前より多くの米企業が香港で活動している。彼らは自由な市場、透明な法制度、ネット検閲もなく、近代的交通網の香港を信頼している。一部の議員が武装警察投入に警告を発し、政府高官が民主化勢力と接触したにせよ、米国はこの地域の民主革命を求めていない。トランプ大統領などはデモ隊を「反乱軍」と呼び、習近平氏を信頼すると言っている。

なぜ陰謀論が飛び交うのか。ひとつは効果的だから。香港からの検閲済み映像では、デモ隊が警察を攻撃し、「分離主義者」とキャプションがつく。「逃亡犯条例」のことなど誰も知らない。傲慢な香港にイラつくネット民を見出すことは困難なことではない。

さらに困ったことに、中国の支配者たちは「どうせ最後はねじ伏せるのだろう」という世界の見方と違っている。彼らは 730 万人が、14 億人の同胞を裏切ると考えられないのだ。

中国の高官たちは、英國は没落を拗ねているのだと理解している。他の西側諸国は米国のタカ派と気脈を通じていると思っている。たまには原則に基づいて行動しているのだが。

彼らの冷笑主義は所詮は自己都合である。しかし悲喜劇を同時にやらしかねない。

<From the Editor> Anywheres と Somewheres

世界の人たちは2通りに分かれつつあるのではないだろうか。それは「Anywheres」（どこでも君）と「Somewheres」（ここだけ君）である。

「Anywheres」とは、その名の通り、どこでも生きていける人たちである。そのためには英語が堪能であったり、しかるべき学歴や資格や職歴があつたり、偉い人たちとコネがあつたりする必要がある。彼らは高い収入を得て、デジタル化やハイテク化といった新しいトレンドの追い風を受ける。これから時代は、まさに彼らのものとなるだろう。

「Somewhres」とは、ある一定の範囲内で、地縁や血縁に縛られて生きている人たちのことである。以前はそれで何の問題もなかったのだが、最近ではある日突然、外国人のAnywheresさんが上司になつたり、積み上げてきた経験が急に無意味になつたり、賃金が上がらなかつたりする。AIやビッグデータは、たぶん彼らの将来を暗いものにするだろう。

今の香港を見ていると、特にその感を強くする。1997年の香港返還以来、Anywheresたちはあらかた海外に逃げてしまった。今も残っているのは、いざというときの脱出用パスポートや海外資産を持っている人たちだけである。ところがSomewheresはそうはいかない。香港に住む730万人のほとんどは、だんだん「香港らしくなっていく香港」に焦りを抱いている。だから毎週のようにデモが続く。とうとう8月18日で11週目になりました。

逆に現在の香港は、全世界のAnywheresにとって都合のいい場所である。民主主義はなくても、英国型の司法制度があれば心配はない。インターネットも検閲されていないし、中国本土への快適な交通網もある。だから多国籍企業の多くが、アジアの拠点を香港に置いている。彼らは今の香港の騒乱を冷ややかに見ている。まあ、何かあったら逃げ出せばいい。それこそシンガポールでも東京でも、だからこそAnywheresさんなので。

ところがSomewheresはそうはいかない。だから彼らの抵抗はどんどん筋金入りになっていく。こうなると、押さえつける方も大変ですな。その中国では、実はAnywheresさんが大勢いて、彼らは膨大なマネーとともに逃げ腰になっている。だから人民元が対ドルで7元を割り込むわけで。どうかすると共産党幹部も、ご家族はAnywheresさんだったりするし。

その点、日本は昔からAnywheres比率が低い国なので、わりと安心していられるのですな。まあ、自慢するような話ではないのですが。

* 次号は2019年9月6日（金）にお送りします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問合わせ等は下記あてにお願します。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com