



世界経済のデカップリングが鮮明化

調査研究部 古金 義洋

○日欧の景気が減速する一方で、米国景気 力強い拡大が続いている

世界経済は昨年末まで同時進行的に急拡大した。しかし、今年に入ってデカップリング（連動していたものが連動しなくなる）が始まった。

1～3月の実質GDP成長率（前期比）は、米国が0.5%（昨年10～12月は0.7%）、ユーロ圏が0.4%（同0.7%）と減速し、日本がマイナス0.2%（同0.3%）とマイナスに転じた。この前期比の数字をみる限りでは、世界経済全体が減速しているようにみえなくない。

しかし、米国のGDPは季節調整の不備により、1～3月の前期比（あるいは前期比年率）成長率は低目の数字になる傾向がある。前年比でみた成長率を比較すると、米国が2.8%（昨年10～12月は2.6%）と成長テンポが加速し、これに対してユーロ圏が2.5%（同2.8%）、日本が0.9%（同1.8%）と減速している（図1参照）。

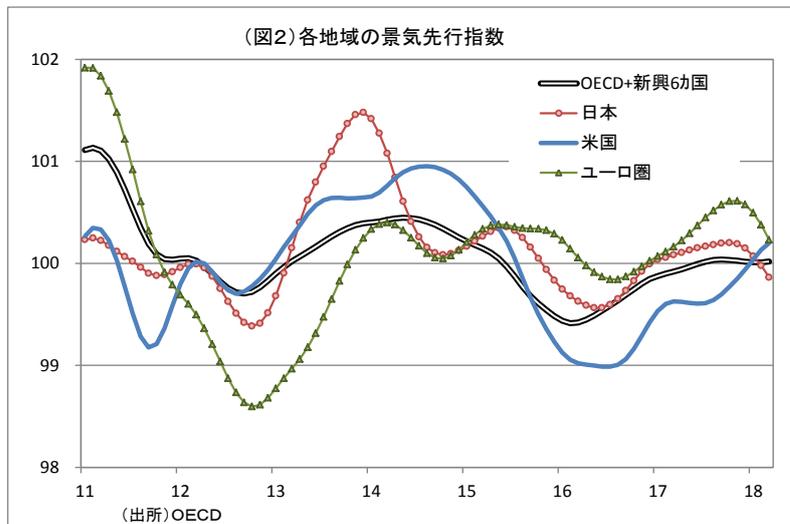
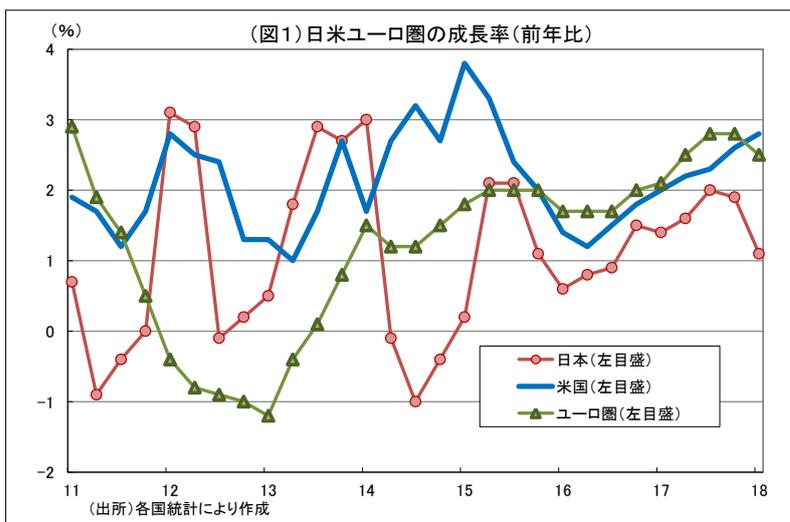
こうしたデカップリングは、OECDが発表する景気先行指数の動きから、よりはっきりと読み取れる（図2参照）。2016年後半から2017年末にかけて日米欧の先進国経済は同時進行的に拡大した。

しかし、17年末を転機に、日本とユーロ圏の景気が下向きに変わ

った。米国景気は堅調に拡大し続けているのに対し、日本とユーロ圏では景気のパラダイムが失われかけている。その結果、17年秋頃まで上向きで推移していた世界経済は、その後はほとんど横ばいとなっている。

○米国の減税と保護主義策がデカップリングの原因

昨年末までの同時進行的な世界経済拡大の





背景には、世界的な設備投資ブームがあったと考えられる。

リーマンショック以降、先進国企業はキャッシュ重視志向で投資を抑制していたが、昨年は本来のアニマルスピリッツに目覚めたかのように設備投資を活発化させた。中国でも2025年の製造強国を目指す取り組みである「中国製造2025」の掛け声に合わせて、設備の増強・高度化がなされた。労働力不足が成長のボトルネックになるなかで、省力化投資も盛り上がった。

今年に入ってからは、トランプ政権の減税が米国の景気を一段と押し上げた。一方、トランプ大統領の保護主義的な政策は米国以外の国の企業のマインドに悪影響を及ぼしている。

通常、一国が財政面からの景気刺激策を実施すれば、当該国の内需が増加し、輸入が誘発される。とくに、現在の米国のように、経済がフル稼働（完全雇用）の状態では減税を行えば、その効果は、ほとんど米国自身にとどまらず、米国の輸入増加（他の国の対米輸出増加）によって、米国以外の国に漏れてしまうはずだった。

一国経済においては、総需要＝総供給、となるはずで、総需要＝国内需要＋輸出、総供給＝国内生産＋輸入、であるため、国内需要＋輸出＝国内生産＋輸入、という式が成り立つはずだ。減税によって国内需要が増加し、この式の左辺が増加しても、人手不足で国内生産が増加しなければ、輸入が増加（あるいは輸出が減少）して、両辺をバランスさせるしかない。

ところが、トランプ政権は、減税によって国内需要を増加させた一方で、保護主義的な政策によって、貿易赤字幅縮小（輸出増加と輸入削減）を目指す。国内需要増加と輸出振

興によって総需要が大幅に増加し、かつ、輸入削減策により総供給が減少するため、米国景気は総需要が総供給を上回って、過熱し、物価が上昇しやすくなる。

これに対し、米国での財政拡張策が米国以外の国の経済を刺激する効果は限定的になった。これが、最近の米国と日欧の経済デカップリングの原因と考えられる。

○米金利高、ドル高は続く

こうした状況では、単純に景気の強さという面だけからみても、ドルは強く、ユーロや円は弱いと言えるが、より理論的にドル高を説明することができる。

前述した、国内需要＋輸出＝国内生産＋輸入、の式では、トランプ政権が実施する、減税と保護主義的な政策の組み合わせにより、左辺が右辺を上回って増加しやすくなるが、実際には、両辺は一致しなければいけない。

両辺が一致するにはどうなれば良いか。

1つは、金利上昇によって設備投資などの国内需要が抑制されるということが考えられる。

もう1つは、ドル高が輸出を抑制し、輸入を促進するということが考えられる。

実際に起こるであろうことは、その両方だろう。米金利が上昇し、同時にドル高になると考えられる。

6月15日には、米中貿易摩擦に関わる米国の対中制裁関税リストが発表される。

米国は3月にEU、カナダ、メキシコからの鉄鋼、アルミニウム輸入関税発動を一時猶予し、それと引き換えにEUには車の関税引き下げを、カナダとメキシコにはNAFTA（北米自由貿易協定）の再交渉を求めてきた。しかし、各国からは米国が求める十分な譲歩が得られず、結局、輸入関税を発動した。そ



れが、今回のG 7首脳会議の決裂につながった。

11月の中間選挙を前に、トランプ大統領は中西部の支持層をバックに保護主義的な政治姿勢を強めている。貿易戦争が米国や世界経済の大きなリスクになることもいとわず、貿易相手国との取引（ディール）によって米国の貿易赤字を減らそうとの考えだ。

とくに、トランプ政権内ではナバロ通商製造業政策局長、ロス商務長官、ライトハイザーUSTR（米通商代表部）代表など対中強硬派の発言力が強まっているため、米中貿易摩擦についても悲観的にならざるをえない。

対中制裁関税が発動されれば、貿易面で輸出依存度の強い中国が大きな悪影響を受けるのは確かだが、中国も同規模の制裁関税を発動するはずで、米国では輸入品の値上がりで物価・金利が上昇し、それが景気や株価に悪影響を及ぼすだろう。

ただ、現在の米国景気の強さを考えると、500億ドル規模の関税発動で物価や金利がいくらか上昇し、また、同程度の中国の報復があったとしても、すぐに米国景気の腰は折れることはないだろう。

だとすれば、ドル相場は、6月15日のイベントで一時的に下落することはあっても、再び反発する可能性が強い。

トランプ大統領は「保護主義は自国にも跳ね返ってくる」ことを十分に自覚するまで、保護主義的なスタンスは変えないだろう。

自動車の輸入関税引き上げなどにより、貿易戦争がさらにエスカレートし、それに伴う物価・金利上昇が米国景気を悪化させ、米国株がはっきりと下げ相場に転ずるまでは、ドル高が続くのではないかと思われる。

（6月11日 記）