

貿易戦争に翻弄されるFRB利下げ

パウエル議長、錯綜した「ハト派」と「タカ派」の顔

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/8/2

米FRBは31日のFOMCで10年半ぶりに保険的な利下げを決めたが、パウエル議長は9月追加利下げに前向きな「ハト派」と慎重な「タカ派」の顔を錯綜させ、「市場との対話」能力に疑問符がついた。今後の政策判断は「データ重視」だが、米中貿易戦争という異例の事態にある以上、トランプ大統領の「予測不可能」機会主義が金融政策を翻弄、「不確実性」を盾に次回9月追加利下げの可能性が残る。

米4-6月期2.1%成長が年内3回利下げ説修正

ある在NY金融筋が「景気が良いと輸送量を推し量る米トラック指数は景気が良い時は50を上回るが、景気が悪化すると50を下回る。現在、トラック指数は50を下回ったまま景気先行き不安を醸している」と打ち明ける。

7月FOMC声明文には、「適切に行動する」との文言が維持され、追加緩和に含みを残したが、利下げは賛成8票、反対が2票で分かれた。9月追加利下げは、経済指標次第で「白紙」であり、成長率とインフレ率などデータ次第、そして米中貿易交渉などの進捗次第とされる。

むろん、Fed内部では、低インフレ重視か、足元の景気重視か、で意見が割れている。景気のダウンサイドリスクが残るなか、低インフレが続くなら利下げをもう少し進めて良いとの見方の一方、雇用情勢は引き締まり足元の景気堅調で利下げ「不要論」である。

「米4-6月期実質GDPが2.1%と予想の1.8%を上回る比較的堅調な数字となったことが、少なくとも7月と9月、状況次第で12月としたFRBの利下げシナリオを修正させた」（在NY金融筋）。

もちろん、物価の低迷が保険的な利下げ判断の要素の1つであることは言を待たない。むろん、物価上昇率の鈍さは世界的な傾向であり、1) 国際的な価格競争の激化、2) 技術革新、3) 先進国の高齢化、4) 労働生産性の低下、4) 潜在成長率の低下など種々要因が指摘される。

米中関税戦争は、物価押し上げ要因であり、トランプ減税効果の剥落は成長率の下押し要因だが、消費支出が4-6月期に年率+4.3%と堅調を維持したことから追加利下げ論が後退したという。

NY賢人エコノミスト米投資銀行エバコアのエド・ハイマン副会長は7月初め、「19年及び20年の米成長率2.0%に維持すべくFRBは1995年の如くpreemptive（予防的）7月末25bp利下げ、9月25bp、12月25bpの年内3回の利下げに踏み切りそうだ」と言い切った。

11年目に入った米景気拡大局面が景気循環の下降圧力を受け、米中関税戦争に伴う貿易取引及び世界減速懸念に企業の設備投資や耐久財消費が減速、「逆イールド」が米景気後退（リセッション）の「炭鉱のカナリア」となっていたからだ。

その直後7月10日には上院の議会証言でパウエルFRB議長が「貿易摩擦や世界景気の減速で、米景気の不確実性が高まっている」、「企業の投資が貿易摩擦等で『顕著に』減少している上、物価上昇圧力の脆弱化などが利下げの必要性を高めている」と言明した。

だが、今回、利下げ決定後のパウエル議長の会見を踏まえ、エド・ハイマン副会長は次回9月25bpの利下げには言及しないまま、米GDP成長率19年2.0%予想、20年2.5%予想を据え置いた。

むろん、パウエル議長が会見で示した「mid cycle adjustment」（中期サイクル調整）は1995年と1998年の計75bpの利下げ（25bp3回）のインプリケーションとして理解された。だが、会見途中で同議長は、「（今回の利下げは）長期的な利下げ局面の一環、スタートではない」と言明、追加緩和への強い期待が後退し、次回9月の追加緩和を期待していた投資家が動揺してダウ平均は一時、前日比478ドル安へとつるべ落しとなった。

一方、別の質問には「利下げは1回だけとは言っていない」と反論気味に答えると株価は急速に下げ幅を縮めた。さらに、政策判断は「データ重視」と繰り返したにも拘わらず、米経済好調の中で予防的な利下げに踏み切った矛盾を追及されると、「我々は貿易摩擦という問題に直面したことはなく、学びながら行動をとっている」と不確実性を盾に利下げが必要なら行動する、と利下げに前向きな「ハト派」の顔を見せた。

ただ、追加利下げに前向きな「ハト派」の顔と、慎重な「タカ派」の顔が錯綜し、パウエル議長の「市場との対話」能力に疑問符が付き、先行き不透明感が色濃く残った。市場の期待を軽視し過ぎると株価の下落が続く「逆資産効果」により実体経済が崩れてしまう恐れがあり、いずれにせよ難しい舵取りが求められる。

対中強硬姿勢のトランプ「予測不可能」機会主義

弊社ワシントン情報筋は、「北朝鮮を巡る外交政策、米中貿易戦争、金融政策など全ての重要政策が『予測不可能』機会主義のトランプ再選戦略に組み込まれている」と打ち明ける。

むろん、次回9月利下げがあるかどうか、少なく

とも7月利下げに比べ、可能性は低いといわざるを得ない。だが、「予測不可能」機会主義のトランプ大統領の対中強硬路線が強化されれば、中国経済「底這い」と共に米経済及び米国株の重荷となり、再利下げ催促相場が現出する。

案の定、舞台を上海に移し7月30-31日に開催された米中閣僚級協議は、中国の米農産物輸入拡大や通信機器大手ファーウェイ制裁緩和を議論したが、従来、協議後の声明にあった「進展」という文言が消え、溝の深さが浮き彫りになった。

今回は夏休みを経て9月に米ワシントンで開催する予定だが、本丸の構造問題の手前で足踏みし、依然として出口が見えない状況にある。5月に事実上、決裂した米中協議の交渉舞台を上海としたのは、米中が敵対関係に終止符を打った「上海コミュニケ」（1972年）調印の場所であり、対立緩和の象徴としたい中国側の狙いがあった。

だが、中国側の思惑通りに協議は進展せず、トランプ大統領はツイッター投稿で「中国は米国産農産物をすぐ買い始めるはずだったが、予兆がない」と批判、「中国はいつも自らの利益のために最後に取引を変える」と不信感を露わにした。

共産党機関紙「人民日報」は7月31日、「（トランプ発言を）根拠も論理もない」と反論文を掲載、中国外務省の報道局長は31日の会見で「貿易協会で米国はもっと誠意をみせるべきだ」と非難、協議直後の批判の応酬は異例である。

中国側は5月初め、当初160頁あった最終合意案を110頁に3分の1を削減、米国側に送り返した。構造問題に関する部分が削除され、産業補助金など構造問題を巡る溝は未だ深い。

ある外交専門家は、「共産党上層部が習近平指導部

の対米交渉を『屈辱的な外交』と批判し、習近平氏の支持勢力『紅二代』（文化大革命時に下放されて辛酸をなめた革命第2世代の子弟）からも批判が噴出する事態を目の当たりにもはやこれ以上の対米譲歩路線が採り辛くなっている」と解説する。

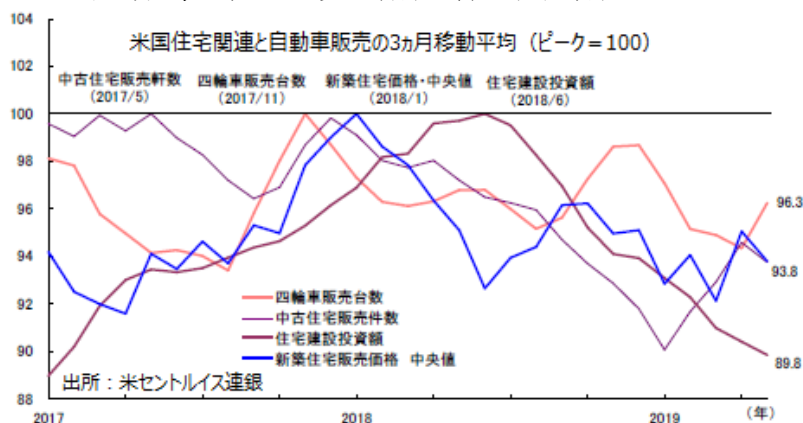
事実、米中両国の制裁・報復関税が撤廃される兆しはなく、製造業の生産及び設備投資など米景気抑制へ作用していく。とりわけ、米国のファーウェイ禁輸は、世界経済のブロック化や半導体シリコンサイクルへ悪影響を及ぼし世界成長見通しに下方修正圧力となって押し掛かる。

しかも、中国ではいま、家計向け貸出の伸びが急激に鈍化する一方で、企業向け貸出は徐々に増加している。そして、過剰流動性が住宅市場に流れ込み、都市部の住宅価格が高騰して家計の借入余力が乏しくなり、呼応して新車購入余力が乏しくなり、自動車の販売台数の伸び急低下に繋がっている。

（下図）は、中国の家計借入と自動車販売台数の推移をみたチャートだが、家計借り入れと軌を一にして自動車販売台数の大幅減少が続いている。

中国自動車大手「吉利汽車控股」の1-6月期の純利益は前年同期比・40%とほぼ半減し、予想以上に収益の悪化が進んでいることが判明した。中国1-6月期の新車販売台数は、累計約65万台と年間目標の43%にとどまり、「自動車市場の販売不振に加えディーラーの在庫圧縮が利益を圧迫した」（吉利汽車）という。

中国経済の回復力が脆弱なまま「底這い」状態が続けば、米中交渉の難航や海外経済の減速リスクとなって米国経済に跳ね返り、米FRBの9月追加利下げの大義名分となりそうだ。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。