

10年周期に潜む経済リスク

世界経済を脅かす 米中貿易戦争の影

日本にとっても“対岸の火事”では済まされない

米中貿易戦争が激しさを増すなか、トランプ政権の矛先はEUや日本など先進国にも向けられており、“対岸の火事”では済まされない。いったいトランプ政権の意図はどこにあり、世界経済はどのように変わろうとしているのか。日本の製造業にとっては、いくつかのチャンスが到来しそうだが、その前提としてサプライチェーンの再構築を迫られることは間違いなさそうだ。



ニッセイ基礎研究所
経済研究部 上席研究員
三尾 幸吉郎

激しさを増す 米中貿易摩擦

米国による対中制裁関税がこれから続々と発動される見通しである。現在、トランプ政権の対中制裁関税は4段階構成となっており、第1弾の340億米ドル相当の品目を対象に25%の追加関税の課税を今年7月6日に発動、8月7日には第2弾の160億米ドル相当の品目を対象に25%の追加関税の課税を23日に発動すると発表した。そして9月以降も品目リストを公表した第3弾の200億米ドル相当分を対象に10%の追加関税の課税が発動される見込みとなっている（合計2500億米ドル）。さらに、中国からの輸入総額（約5000億ドル）の残りの2500米ドル相当分についても制裁関税の対象とすべく第4弾を発動する可能性も示唆している。

ここで米中貿易の現状を確認すると、17年の米国の対中輸出額は1304億ドル、米国の対中輸入額は5056億ドルであり、米国は3752億ドルの貿易赤字となっている。米国の対中輸出

の内訳を見ると、第1位は民間航空機（含む部品）で対中輸出の12・5%、第2位は大豆で9・5%、第3位は乗用車（中古車を含む）で8・1%となっている。一方、米国の対中輸入の内訳を見ると、第1位は時計などその他日用品で対中輸入の13・9%を占めており、第2位はコンピュータで9・0%、第3位は通信機器で6・6%と続く。

米国が中国に対して制裁関税を課した第3弾までの合計2500億米ドル相当の品目リストには、スマホやパソコンなど米国企業が中国で製造して米国に戻しているモノや、衣類など米国消費者への影響が大きいモノが除かれている。一方、中国が米国に対して報復関税を課した品目リストには、第2弾までは第1位の航空機が除かれていた。したがって、第2弾までの関税引き上げ合戦はお互いに傷の小さい領域で争う局地戦だったといえよう。

しかし、中国が8月3日に公表した第3弾に対する報復関税品目リストには、米国が輸出に力を入れる液化天然ガス（LNG

絶妙な政策修正の陰で限界も露呈した 日銀の決定会合

日本銀行は7月30、31日に金融政策決定会合を開き、「ゼロ%程度」とする長期金利誘導目標の許容変動幅を従来の±0・1%から±0・2%程度に広げることを決めた。「国債市場の機能低下」という金融緩和の副作用が顕在化していることが背景にある。金融緩和に邁進するポーズをとりながら、事実上の緩和縮小となる今回の政策修正は絶妙な一手といえる。これで当座はしのげると見られるが、ふたたび副作用が増幅する局面での次なる政策修正の一手は限られる。

黒田総裁も認めた 金融緩和の副作用

7月31日に行われた日銀の黒田東彦総裁による金融政策決定会合後の記者会見。黒田総裁は日銀の大規模な国債購入による副作用として、「国債市場の機能低下」が見られることを初めて認めた。

国債利回りやボラティリティーが長期間にわたって低水準で推移しているため、市場における国債取引量が激減しており、最適な債券価格を導き出す市場本来の機能（価格発見機能）が低下していることはこれまで指摘されてきた。黒田総裁はこうした副作用が起きていることを認め、決定会合ではこの副作用を改善するための施策として、ゼロ%程度とする長期金利誘導目標の許容変動幅を、従来の±0・1%から倍の±0・2%程度に広げることを決めた。

今回の日銀の決定に対し、「まるで針の穴に糸を通すような絶妙な政策修正であり、金利のステルスエグジツトにほかならない」（市場関係者）との評価も聞かれる。

というのも、日銀は緩和強化の建前を崩すことなく、「副作用軽減策」という緩和縮小の一手を打たなければならぬ難題に直面していたからだ。2013年1月の政府・日銀の共同声明により、日銀には2%物価目標に向けて金融緩和のアクセルを踏み続けることが求められる。だが、副作用を抑え込むためには、むしろブレーキを踏む施策を打つ必要がある。

今回の施策が副作用軽減策であることは明白だが、打ち出した施策自体は、長期金利をゼロ%程度で推移させることは変えずに±0・2%程度の「ブレ」を認めるといふ、緩和縮小・緩和強化どちらにもとれる内容。加えて、「当分の間、現在のきわめ

て低い長短金利の水準を維持することを想定している」とする政策金利のフォワードガイダンスを新たに導入したことで、従来の金融緩和を続けていくことを強調した。

結果として市場では、緩和縮小による円高をもたらすことなく、10年国債の利回りが事前の報道前と比べて60bpほど高い0・1%程度まで上昇。「金融緩和の持続性強化」を謳いながら、「ブレの許容」という緩和縮小の一手を打つことに成功した。

国債市場は甦るか

長期金利の許容変動幅が拡大されたことで、市場関係者は「国債取引量が高まり、価格発見機能が回復する状況が生まれつつある」と期待を寄せる。これまで、日本相互証券が仲介する日本国債の業者間取引が不成立となる日は今年すでに6回を数え、新発10年物国債の値動きを示す月間変動幅も過去最低水準となっていた。今回の政策修正に胸をなで下ろす市場関係者は少なくないだろう。

しかし、今回の施策はあくまで当座をしのごく弥縫策に過ぎない。ある債券ディーラーは「5〜7月よりはマシになったが、まだ十分な利回りとボラティリティーには達していない」と話す。決定会合後、10年国債の利回りは8月2日に一時0・145%と17年2月以来の高水準となり、月内にも0・2%を試すと見られていた。だが、8月6日の週以降は早くも0・1%前後で推

日銀が進める「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」とは何か

政策の持続性を高めつつ、 正常化への道も視野に入れる

日 銀が今回初めて採用したフォワード・ガイダンスは、消費増税の影響を見極めるまで政策変更しないという強いメッセージを示したものである。強力な緩和策を長く続ける観点から、国債市場の機能低下に配慮し、国債買入れを弾力化するとともに、長期金利が0・2％程度まで上昇することを容認。上場投資信託（ETF）の買入れ方針も見直した。副作用に配慮したこれらの措置は、政策の持続性を高めつつ、金融正常化に向けた静かな前進とみることもできそうだ。

緩和の枠組み強化か、 政策修正か

今の政策をあと2年は続ける可能性がある——7月31日に日銀が公表した展望レポートと金融政策決定会合の結果からは、そのメッセージが伝わってきた。2013年4月の量的・質的金融緩和（QQE）決定以来、14年10月の追加緩和、15年12月の補完措置、16年1月のマイナス

金利政策、同年9月のイールドカーブ・コントロール導入と、日銀はQQEに何度か変更や修正を加えてきた。そのたびに「追加緩和」や「補完措置」など、内容をイメージしやすい名前前で呼ばれてきた。今回の公表文には「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」とあり、これまで例を踏まえれば「枠組み強化」と呼ぶのが自然だろう。ところが、メディアや専門家

の間では「政策修正」や「緩和修正」など、別の名前が付けられている。今回の決定で、日銀が金融緩和を強化したのか、緩和の程度を弱めたのがわかりにくいからである。「玉虫色」の政策決定との指摘も、そうした理由からだろう。

世界に例のない「長期金利の フォワード・ガイダンス

7月の展望レポートでは、18

年度から20年度までの物価見通しが下方修正された。18年度の生鮮食品を除く消費者物価指数（コアCPI）の見通しは4月時点の前年1・3％から1・1％に、19年度は1・8％から1・5％に、20年度は1・8％から1・6％にいずれも引き下げられた。日銀は4月の展望レポートで物価安定目標の「2％」を達成する時期を削除していたが、今回の展望レポートで物価



日本経済研究センター
研究本部金融研究室長
左三川 郁子