

通商摩擦下の金融緩和が 実体経済に効かない理由

貿易摩擦といった通商政策は、企業が投下する資源の最適配分という経済の供給側に関わる問題であり、その影響を、総需要を刺激する金融緩和策で“予防”しようとしてもほとんど効果がない。

関税が気になる企業に 利下げのメッセージは響かない

金融市場にとって、2019年は米中摩擦に翻弄され続けた年だった。特に債券市場では長期金利が大幅に低下し、米中が貿易問題で第1段階の合意に至った昨年未こそ上昇傾向に転じたものの、2018年11月に3.2%台をつけていた米国の10年債の利回りは、わずか9か月後の19年8月には一時1.5%を割り込んだ。

このような金利の急低下が起きたのは、米中摩擦からくる不確実性の高さに加えて、米欧をはじめ、多くの中央銀行が金融政策を緩和方向に転換したことが大きな要因だ。なかでも、米国の中央銀行であるFRBは昨年、景気減速懸念を払拭するため“予防的に”利下げを3回も実施した。

だが、このタイミングでの金融緩和は、金融市場に広がる不安感やトランプ米大統領の金融政策への怒りを多少なりとも鎮めることができたとしても、実体経済、なかでも、摩擦激化の直接の被害者である製造業に対してどれだけの効果があったのかはかなり疑わしい。

例えば、中国に工場を持ち、そこで作った製品を米国に輸出する製造業にとっては、トランプ政権による中国製品の輸入関税の引き上げは（その負担は直接的には米国民が負うとはいえ）価格競争力の低下要因でしかない。それでも、引き上げられる税率がわずかなものであれば、その企業は経費節減といった自己努力でコスト増を吸収しようとするため、そこまで大きな問題にはならない。

ところが、そうしたコスト抑制策を通じてでも補いきれないほど関税率が引き上げられてしまえば、その企業はこのまま中国で生産を続けていいのか、ベトナムといった他の国々へラインを移すべきではないのか、ある

いは、より大胆にサプライチェーンを見直すことで製造コストを大幅に引き下げることができないのか、といったことに思いを巡らせ始めるはずだ。

こうした企業の逡巡は投資活動の鈍化につながるので、主に輸出する側の中国にとって貿易量の減少とともに景気の下押し要因となる。だがこのときに、中国や米国が金融緩和によって貸出金利（資本コスト）が低下していても、企業の投資が増えるとは考えにくい。企業が気にしているのは、米中摩擦からくる事業環境の変化であって、調達コストの軽重ではないからだ。

生産拠点の移転を促す 米中摩擦の長期化

その一方で、こうした企業の投資は、この事例の最終需要地である米国の個人消費（図表1）が相応に推移し続ける限りにおいては、競争力（供給能力）の維持拡大のために、遅かれ早かれ実行に移す必要がある。その意味では、米中摩擦からくる不確実性は、短期的には製造業の投資活動を鈍化させたとしても、長期的には、投資を抑制する要因とはなりにくい。

図表1 米実質個人消費（前年比）の推移



NOTE

- 1) 一部の報道によれば、ベトナムから米国への輸出のなかには、本来なら中国から直接米国に向かう品物のうち、追加関税の適用を回避するためにベトナムを迂回して米国へ輸出されたものも含まれているという。このため、図表2に示される増加分がそのまま中国からベトナムに製造ラインが移ったことを示しているわけではない点に注意が必要である。
- 2) 一方、中国が“世界の工場”となってから相応の年月が経っている以上、企業側が同国の集積度の高さを重要視すれば、生産移転はその分だけ加速しにくくなる。また、移転候補地が質と量の両面で中国に近い労働力を提供できるかも重要なポイントとなるだろう。

米中摩擦の存在は、その代わりに、設備投資が実際にどこで行われるかという点に大きな影響を与える。仮に近い将来、米中摩擦がすべて解消されて、関税も以前の水準に戻るという見込みが立つのなら、企業はわざわざ代替案を実行に移すことはなく、かねてからの設備投資計画を復活させるだけとなる。

ところが、昨年12月の米中両国の合意内容は、米国は昨年9月1日に4回目に引き上げた関税率を15%から7.5%に半減させると言っているだけで、中国から米国へ輸出する企業の事業環境を根本的に改善させるほどではない。さらに、米中間では香港や人権問題といった貿易以外の分野にも対立が広がっており、これらもすぐに解決されるとは想像しにくい。

そうすると、中国に製造拠点を構える企業のいくつかは、前述のような修正プランに基づいて、生産・投資活動の変化を加速させることになるだろう。現に、米国の国・地域別輸入額の推移（図表2、季節調整後の3か月移動平均）にあるように、米国は中国からの輸入額を大きく減らした一方で、台湾やベトナム¹⁾などからの輸入を大きく増やしており、生産ラインの中国からの移転

が既に進み始めていることがうかがえる。

また、インドやタイなどでは、昨秋に相次いで法人税率の引き下げをはじめとする様々な企業誘致策を発表しているが、これも、米中摩擦の長期化に伴って、企業の製造・地域統括拠点が中国などから移転する可能性を見越したものだと言える。仮にこれらの動きが今後さらに加速すると、中国はその分だけ成長率がさらに押し下げられる一方で、生産ラインが移転してきた国や地域では、投資や輸出の増加が景気の下支え要因となろう²⁾。

「予防的利下げ」は利回り追求を加速させるだけ

結局のところ、企業にとっては、関税をはじめとする通商政策は、どこでモノを作るのが最適なのかという経営資源の配分、言い換えれば、経済の供給側に関わる問題だ。その一方で金融政策は、金利の上げ下げを介して経済の需要を操作するためのものである。

だから、“予防的に”3回にわたって行ってきた金融緩和は、本来効いてほしい企業活動にはさほど効果がなく、金利水準の低下でただでさえ薄くなった利回りを更に追及するために、だぶついた資金がよりハイリスクの投資に集中するだけに終わる可能性がある。その動きは様々なバブルの発生と崩壊につながり、最終的には、中長期的な世界の経済成長を押しつぶしてしまう危険性を孕んでいると言える。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
上級エコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp

図表2 米国の国・地域別輸入額の推移

