

**当面のリスクファクターを検証する**  
**－米朝首脳会談は吉か凶か－**  
**株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治**

1. はじめに

日米株価の暴落から1カ月余りが経過、市場は一応の安定を取り戻しつつあるかに見えるが、株価の不規則な上下動はなお続いており、本格的な上昇局面に戻ったかは、中々確信が持てない。震源地の米国株価は、ピークからの下落幅の半値戻しを達成したが、日本の株価は3割強ほどしか戻しておらず、円高リスクやトランプ政権の保護貿易に対する懸念が頭を押さえる要因となっている。

以下では、当面のリスクファクターとして、(1)トランプ政権の保護貿易主義の行方、(2)米国のインフレ懸念と利上げ回数、(3)米朝対話実現の影響の3点について、検証したい。

2. 保護貿易加速リスクは低下していない

まず、トランプ大統領が鉄鋼、アルミニウムに各々25%、10%の輸入関税をかけると唐突に表明、これに反対する良識派かつ自由貿易主義者のコーン国家経済会議委員長が辞任を表明した時点で、市場の不安は大きく高まった。しかし、ここに来てムニューシン財務長官が一部の製品や国に対して輸入制限適用猶予の可能性をほのめかしたことで、一旦市場は落ち着き、円高・株安の動きも一服している。

ただし、コーン委員長の後任と囁かれるピーター・ナヴァロは、ガチガチの保護貿易主義者であり、対中強硬派で知られるだけに、仮に彼が委員長に就任すれば、保護貿易主義の加速は誰も止められなくなるだろう。米国は、すでに中国の知的財産権侵害の調査に着手しており、調査結果が侵害と認定されれば、報復関税をかけることは間違いない。米国の鉄鋼・アルミに対する輸入関税に対して、すでにEUは米国製品に21%の報復関税をかけると表明する等、対抗姿勢を露わにしている。中国も米国が関税攻勢を強めてくるならば、WTOのルールにのっとって報復関税をかけることは間違いない。米国経済にとって、輸入関税の問題点は、(1)企業の原材料コストの増加、(2)輸入消費財などへの関税賦課は、個人消費の抑制要因になる、(3)相手国の報復措置を招き、国際貿易の縮小要因となるなどマイナス面が大きい。

トランプ大統領は、輸入関税を各国との貿易交渉の材料として使おうとの意図が透けて見えるが、その背景には、11月に中間選挙を控えて、貿易赤字は減るところかむしろ増加しており、公約を守るためにも、とにかく実績を積み重ねなければならないという焦りがあることは間違いない。そう考えると、3月末に例年米国通商代表部(USTR)が発表する「外国貿易障壁報告書」や4月に提出される「為替報告書」の中身には警戒を要する。前者の中では、中国や韓国、日本などをターゲットに個別分野で厳しい言及が盛り込まれる公算が高い。日本に対しては、自動車の基準・認証やコメなどの農産物、金融・保険などの分野が標的にされる可能性がある。「後者においては、昨年引き続き、中国、台湾、韓国、日本、ドイツなどを「監視リスト」に乗せるとともに、ドル安誘導に乗り出す可能性も否定しきれない。

トランプ政権によるドル安誘導も含めた保護貿易主義加速のリスクは決して軽視できないといえよう。

### 3. 米国インフレ懸念は根強く燻り続ける

第2のリスクファクターは米国のインフレ懸念だ。2月の雇用統計の結果は、非農業就業者数が前月差31.3万人の大幅増に対して、1人当たり賃金の上昇率が2.6%と前月(2.9%)を下回るなど、株式市場にとっては景気拡大、インフレ安定を示唆するベストの内容となった。ただし、これだけでインフレは心配なしと即断することは出来ない。マクロの需給ギャップは、今回の景気回復局面で初めてプラスに転じており、需給面から物価が上昇に転じる環境が整いつつある。4.1%という歴史的な低水準の失業率が続く中で、賃金上昇のマグマが溜まりつつあることも事実だ。他方で、ドル安の進行は確実に輸入インフレ要因となる。トランプ政権による減税、財政支出の拡大も今後の景気・物価を押し上げることは間違いない。先月のレポート(湯元健治の視点「日米株価暴落は世界同時不況の予兆か」(2018.2.14))で指摘したように、NY連銀公表の基調的インフレ指標(UIG)がジリ高基調をたどり、3%に達していることも懸念材料だ。市場のインフレ懸念は相当期間、燻り続けることは間違いないだろう。

これらの懸念材料が「もう大丈夫」と言い切れるようになるには、相当の時間がかかろう。労働需給がひっ迫していても賃金が上がりにくいのは、(1)低賃金労働者の増加、(2)IT化による省力化、(3)労働生産性上昇率が1%を割れて低迷しているといった構造的要因が指摘されているが、だからといって、いつまでも賃金・物価が上がらないとみるのも楽観的過ぎよう。

いずれにしても、FRBの基本スタンスとしては、インフレ防止のために今年は3~4回の利上げをすることになるだろう。筆者は3回にせよ、4回になるにせよ、本来、市場が懸念するほど大きな差になるとは考えていない。むしろ、景気過熱やインフレ加速のリスクが大きくなると判断した場合には、年4回程度の利上げは十分正当化される。最も怖いシナリオは、FRBが株式市場に配慮し過ぎることによって、「ビハイン・ザ・カーブ」に陥り、最終的に望ましくない利上げ加速を余儀なくされるケースだ。しかし、先般のパウエル新FRB議長の議会証言内容をみる限り、その心配は小さいのではないか。パウエル議長は「予想外にタカ派」のではなく、「予想外に合理的かつ現実的」だとみるべきだろう。

### 4. 米朝首脳会談は何をもたらすか

最近の日米株価再上昇の最大の要因となったのは、米朝首脳会談が実現するとのもっともポジティブ・サプライズだ。トランプ大統領は、北朝鮮の金正恩委員長の招請を受けて5月までに米朝会談を行う意向を示した。北朝鮮側は、米朝会談実現までミサイル・核実験は凍結すると約束した。4月末には、南北首脳会談も実現する。北朝鮮問題は、対話による解決に向けて大きく前進したかのように見える。

しかし、果たしてそれほど楽観的に物事を考えてよいのだろうか。まず、北朝鮮がなぜこのタイミングで対話を語り出したのかだ。以下のような理由が推測される。

(1) 経済制裁の効果が上がっている。本当にそうならば、北朝鮮は核放棄まで考えているこ

とになるが、これは疑わしい。

- (2) 米国からの先制攻撃リスクに備える。これはあり得る理由だ。対話を切り出すことによって、米国側が先制攻撃を仕掛ける口実は封じられる。
- (3) 韓国文政権を利用して、経済制裁の効力を弱め、日米韓の分断を図る。これも十分あり得る理由だ。
- (4) 米国本土まで届く ICBM(大陸間弾道ミサイル)の実戦配備に向けて時間を稼ぐ。筆者は、おそらくこれが真の理由だとみる。

もし、そうだとしたら、北朝鮮が非核化という言葉を出したのは何故か？

- (1) 北にとって非核化は、核・ミサイル開発の凍結や既存兵器の廃棄を意味している訳ではない。単に、当面の実験凍結を指しているに過ぎない。
- (2) 韓国文政権が対話路線を進めようと意図的に米国側に非核化という言い方をしている。その言葉がない限り、米側は対話に応じないからだ。
- (3) 米国側の先制攻撃の口実をなくす。

北朝鮮側からみれば、リビアのカダフィ大佐、イラクのフセイン政権ともに核放棄に合意したが、米国により壊滅させられた苦い歴史がある。このため、北が核武装をあきらめることは、あり得ないとみておくべきだ。先制攻撃をにおわせてきたトランプ大統領の豹変振りには驚きを禁じ得ないが、低迷する支持率を回復させることができるのなら、喜んで対話に応じようという一流の戦略転換だ。米朝首脳会談は歴史上初めてであり、自分の「成果」としてアピールできるからだ。

北朝鮮が核放棄などするつもりがないのに、非核化を持ち出したのは、その条件として、在韓米軍の撤退を迫ることが狙いだ。これは、米韓同盟の終焉を意味するため、米国は絶対に応じないはずだ。あるいは、これまでもそうしてきたように、核放棄を装い、経済開発に協力させ、陰で核開発を進めるというお決まりのパターンかも知れない。北朝鮮が 4 月からの米韓合同軍事演習に理解を示すというのも、いかにも怪しい雰囲気漂う。

米朝対話が本当に実現するかは、なお流動的な側面もあるが、実現した場合、それはどのような結果をもたらすだろうか。いくつかのシナリをを提示すると、

第 1 に、北に非核化の意思がないことが判明、あるいは、非核化の条件として在韓米軍撤退など米国がとてめ飲めない条件を出した場合、対話は即座に中断され、元の木阿弥になる。これは、北の時間稼ぎに手を貸したも同然の結果となる。

第 2 に、経済支援と引き換えに北が非核化を装う場合、偽りが明らかとなった時点で、米国は先制攻撃に踏み切る可能性が高まる。北の狙いは時間稼ぎであるため、そう簡単にはボロは出さないだろう。

第 3 は、韓国が北朝鮮制裁強化や軍事行動採択の最大の抵抗勢力となり、こう着状態が長期化する可能性だ。トランプ政権はこれまで北朝鮮とのパイプ役を務めたジョセフ・ユン元北朝鮮対策特別代表が辞任したため、対話の準備が十分整っていないのも気がかりだ。

## 5. おわりに

以上のようにみると、米朝対話の意味するところは、北朝鮮の時間稼ぎに終わるか、米国が北朝鮮先制攻撃の口実を見出す場となるか、あるいは、出口のないこう着状態の始まりなのか、いずれにしても、霧が晴れることは、そう簡単にはないだろう。北朝鮮問題は、当面最大のリスクファクターとして、燻り続けることになるだろう。

(2018.3.13)