

2018年5月25日 全12頁

短期・中長期の景気循環から見た世界経済の行方

景気循環の「若返り」で景気後退の入口が一旦遠のく

経済調査部

シニアエコノミスト 長内 智

シニアエコノミスト 近藤 智也

研究員 山口 茜

調査本部

中村 文香

[要約]

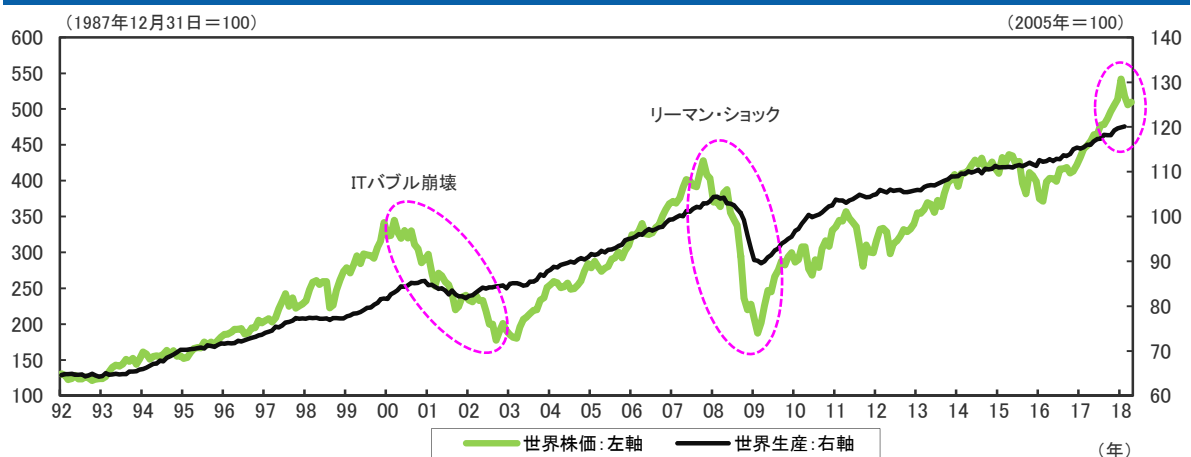
- 2018年に入ると、グローバルな金融市場の混乱を受けて、「適温経済」の持続性に対する懸念が急速に高まり、景気後退論が浮上することとなる。そこで本稿では、主要国・地域の短期・中長期の景気循環を丹念に点検することを通じて、不透明感が漂い始めた世界経済の行方について多面的に分析する。
- 2018年1-3月期の世界（日米欧中）の在庫循環は、景気が成熟化していることを示している。ただし、しばらくの間は、現在の局面にとどまる可能性が高く、短期の景気循環を通じて見ると、世界経済は当面底堅い推移が続くと想定される。
- 世界（日米欧中）の資本ストック循環の推移を確認すると、2017年は、成熟局面入りした資本ストック循環が一旦若返り、世界の経済成長率も加速した。先行きについては、2017年に若返った効果が残存することで、短期的に見ると、設備投資は当面底堅く推移すると考えている。
- 基本シナリオとして、世界経済が今後直ちに景気後退局面入りする可能性は低いものの、欧米の政治リスクや地政学的リスクが燦る中、今後、「米国のハイイールド債スプレッド」や「デット・エクイティ・レシオ」といった指標の変化を丹念に点検することが重要だ。

はじめに

2017年は、非常に居心地の良いグローバルな「適温経済（ゴルディオロックス）」が世界経済の一大テーマであり、世界株価が上昇を続ける中で、世界生産も堅調に拡大した（図表1）。また、グローバルな金融市場は、米国トランプ新政権の政策運営の不確実性や欧州政治リスク、さらにはFed（米連邦準備制度）の出口戦略に伴う金融市場のボラティリティー上昇、といった潜在的な不安材料を抱えながらも、安定した状態を保っていた。この点については、主なリスク関連指標が全体的に低位で推移していたことからもうかがえる（図表2）。そして、グローバルな「適温経済」という追い風を受け、日本経済は緩やかな景気回復を続けたのである。

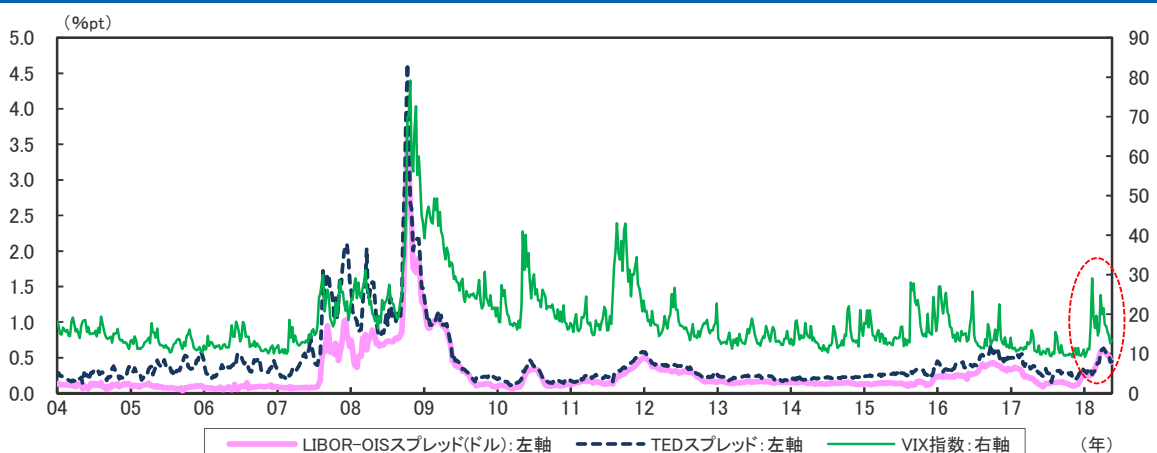
しかし、2018年に入ると状況が一変する。米国のインフレ懸念や金利上昇をきっかけに、世界株価が大きく調整し、金融市場のボラティリティーは急上昇した。金融市場の混乱を受けて、「適温経済」の持続性に対する懸念が急速に高まり、景気後退論が浮上することとなる。金融市場の動揺は足下で収まりつつあるが、世界経済・金融市場に対する先行き懸念は依然として熾り続けている。そこで本稿では、主要国・地域の短期・中長期の景気循環を丹念に点検することを通じて、不透明感が漂い始めた世界経済の行方について多面的に分析することにした。

図表1：世界株価と世界生産の推移



(注)世界株価はMSCI Inc.が算出するMSCI ACWI Index。MSCI ACWI Indexの知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に属する。
(出所)オランダ経済政策分析局、MSCI/Bloomberg、Haver Analyticsより大和総研作成

図表2：金融市場のリスク関連指標



(注)TEDスプレッド=LIBOR(3か月物、ユーロドル)－米国国債利回り(3か月物)。
(出所)Bloombergより大和総研作成

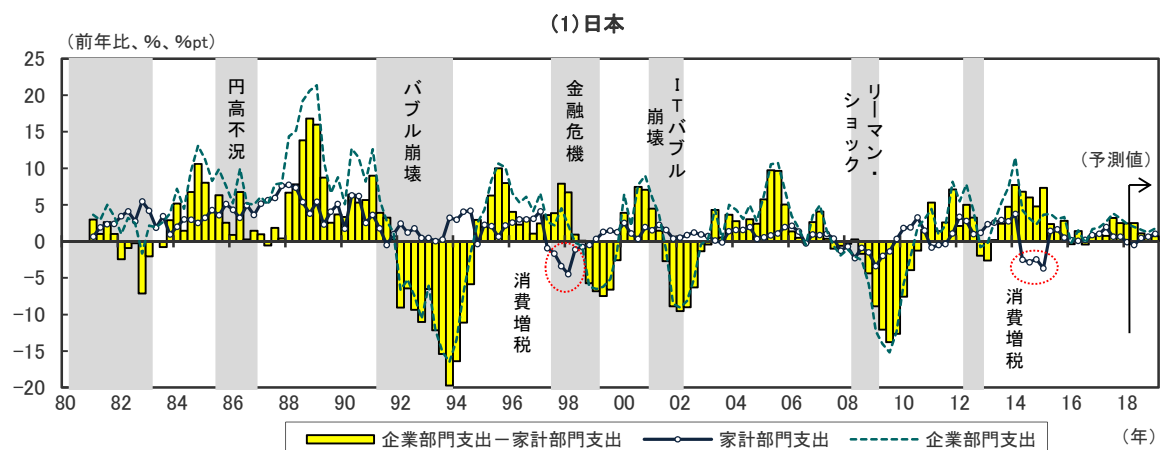
1. 日米の景気循環を占う羅針盤

日米ともに景気の「成熟化」局面入り

現在、グローバルな「適温経済」の下で、日本と米国はいずれも歴史的な長さの景気拡大局面にある。日本の景気拡張期間は2018年5月で66ヶ月、米国は107ヶ月になったとみられ、いずれも戦後2番目に長い。こうした日米の景気の現在位置を、企業部門支出（設備投資）と家計部門支出（個人消費＋住宅投資）の前年比の差によって確認しよう。

この指標は、景気拡大局面において企業部門の回復が先行する形で上昇し、その後景気が徐々に「成熟化」する中、家計部門の回復が企業部門に追いつくことで伸び悩み、さらに景気後退局面では企業部門の悪化に主導されて低下する、というサイクルを繰り返している（図表3）。足下で、日米ともにこの指標が伸び悩んでいることから、両者はいずれも景気の「成熟化」局面入りしていると判断できる。先行きは、日本が低下に向かう予想となっているものの、マイナスに転じることはなく、しばらく底堅い推移が見込まれる。他方、米国は、トランプ政権の減税や原油高の効果などにより、今後も低下せず横ばい圏で推移する見込みだ。

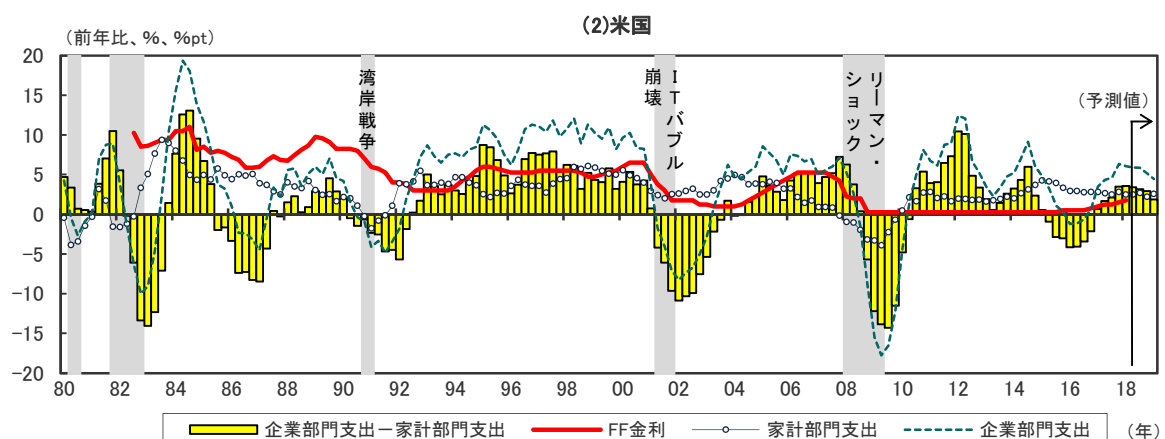
図表3：日米の家計部門支出と企業部門支出の推移



（注1）企業部門支出＝実質設備投資、家計部門支出＝実質個人消費＋実質住宅投資。予測値は大和総研。

（注2）シャドーは日本の景気後退期。

（出所）内閣府より大和総研作成



（注1）企業部門支出＝実質設備投資、家計部門支出＝実質個人消費＋実質住宅投資。予測値は大和総研。

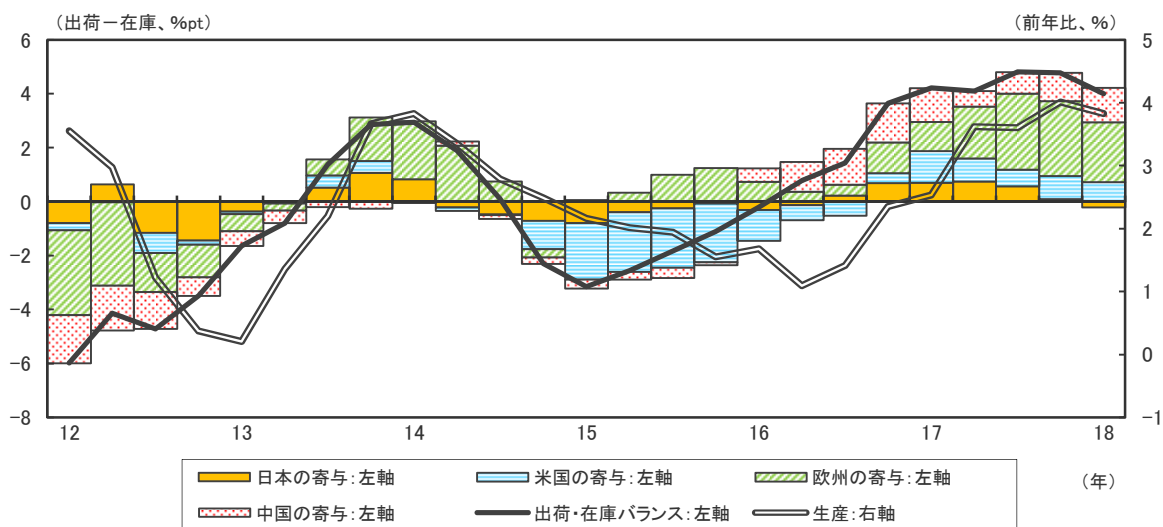
（注2）シャドーは米国の景気後退期。

（出所）BEA、FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

世界経済の先行きに黄色信号が点灯

日米の景気が成熟化する中で、世界経済の先行きに黄色信号が点灯し始めていることに注意したい。世界生産（日米欧中）に先行する出荷・在庫バランス（＝出荷の前年比－在庫の前年比）は、2017年以降、伸び悩んでおり、世界生産も2018年1-3月期に前年比で伸びが鈍化した（図表4）。それでは、今後世界経済は景気後退局面へと転じることになるのだろうか。以下では、短期・中長期の景気循環から世界経済の先行きを展望する。

図表4：世界（日米欧中）の出荷・在庫バランスと生産



(注) GDPのウェイトで合算。欧州: EU28、在庫はDI、出荷は生産の値。中国: 出荷は生産の値、在庫は製造業のPPIで実質化。
(出所) 経済産業省、米商務省、FRB、欧州委員会、中国国家統計局、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

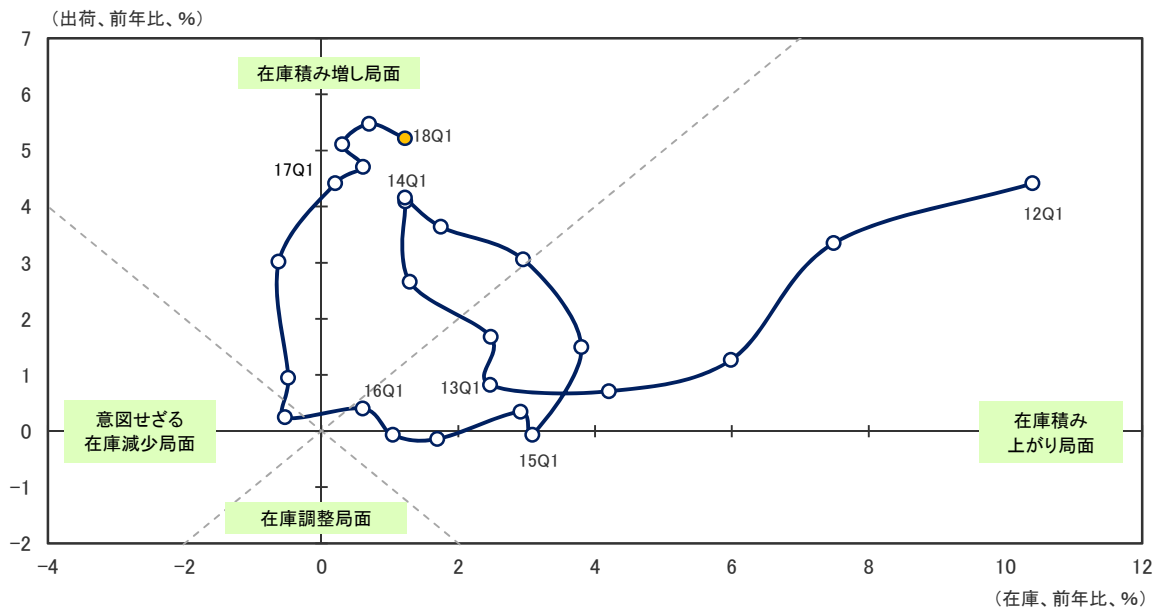
2. 短い周期の在庫循環の一部に弱さが見られる

全体で見ると在庫循環は景気の「成熟化」を示唆

まず、比較的短期（3～4年程度）の景気変動を在庫循環（キチン・サイクル）によって確認しよう。2018年1-3月期の世界（日米欧中）の在庫循環は、「在庫積み増し局面」の右側に位置し、このことは景気回復局面が既に後半戦に突入し、景気が成熟化していることを示している（図表5）。在庫循環は、今後「(意図せざる)在庫積み上がり局面」へと徐々に移行すると見込まれるが、しばらくの間は、現在の「在庫積み増し局面」にとどまる可能性が高い。つまり、短期の景気循環を通じて見ると、世界経済は当面底堅い推移が続くと想定される。

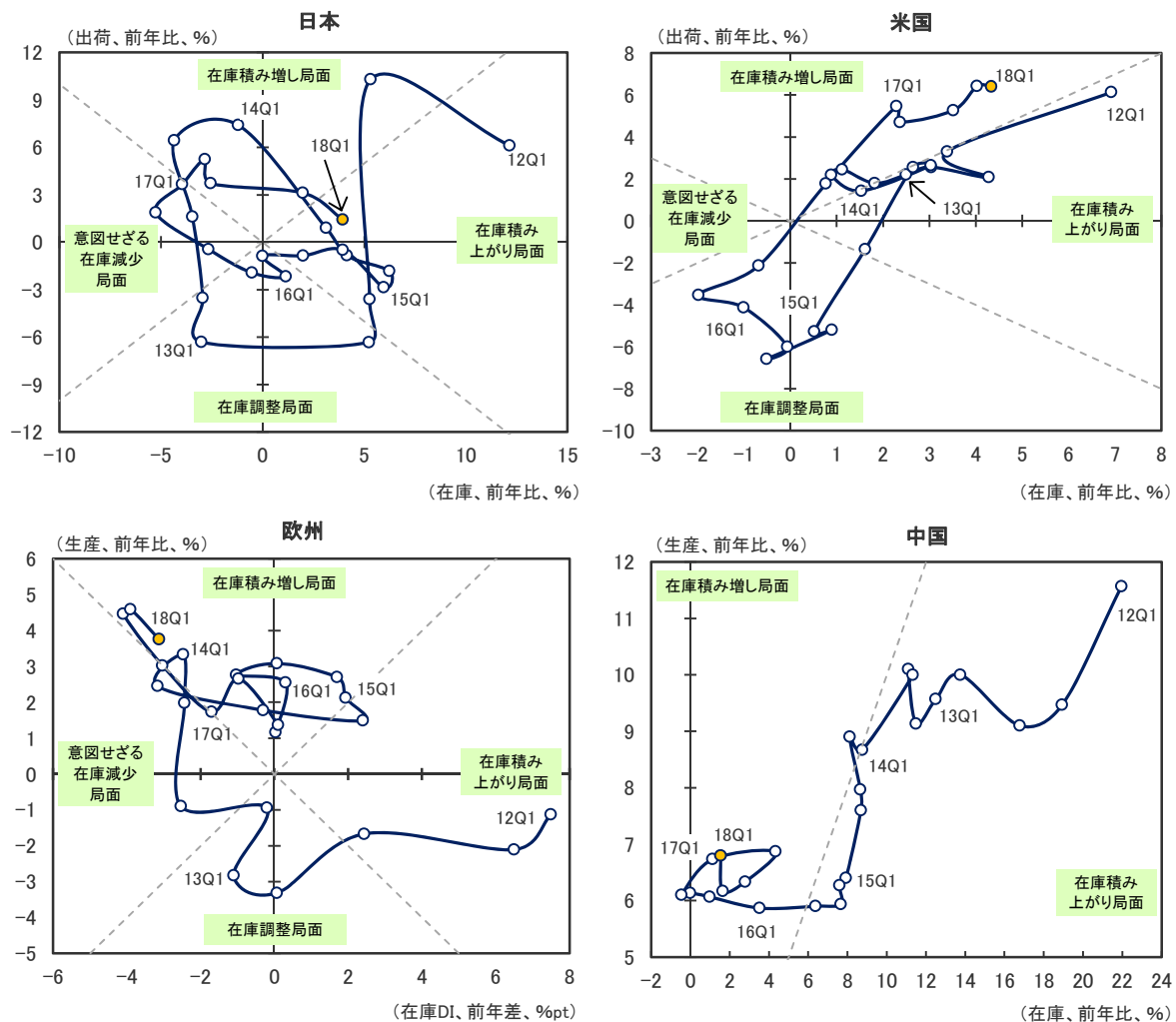
国・地域別の動向を確認すると、2018年1-3月期の日本の在庫循環は「(意図せざる)在庫積み上がり局面」に位置しており、景気循環の終盤戦に入っている（図表6）。ただし、足下の出荷伸び悩みの主因が、冬場の天候不順や、中国をはじめとする東アジアの春節という特殊要因の影響であったことから、それが剥落する同年4-6月期には出荷の伸びが拡大し、それに伴い在庫循環も一旦上方にシフトするとみている。他方、米国、欧州、中国は、「在庫積み増し局面」にある。特に、欧州は、その初期の段階にあり、当面の間、在庫循環面から世界景気を下支えすると見込まれる。

図表 5 : 世界 (日米欧中) の在庫循環図



(注) GDPのウェイトで合算。欧州: EU28、在庫はDI、出荷は生産の値。中国: 出荷は生産の値、在庫は製造業のPPIで実質化。
 (出所) 経済産業省、米商務省、FRB、欧州委員会、中国国家統計局、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 6 : 日米欧中の在庫循環図



(注) 欧州はEU28。中国の在庫は製造業のPPIで実質化した。
 (出所) 経済産業省、米商務省、欧州委員会、中国国家統計局、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

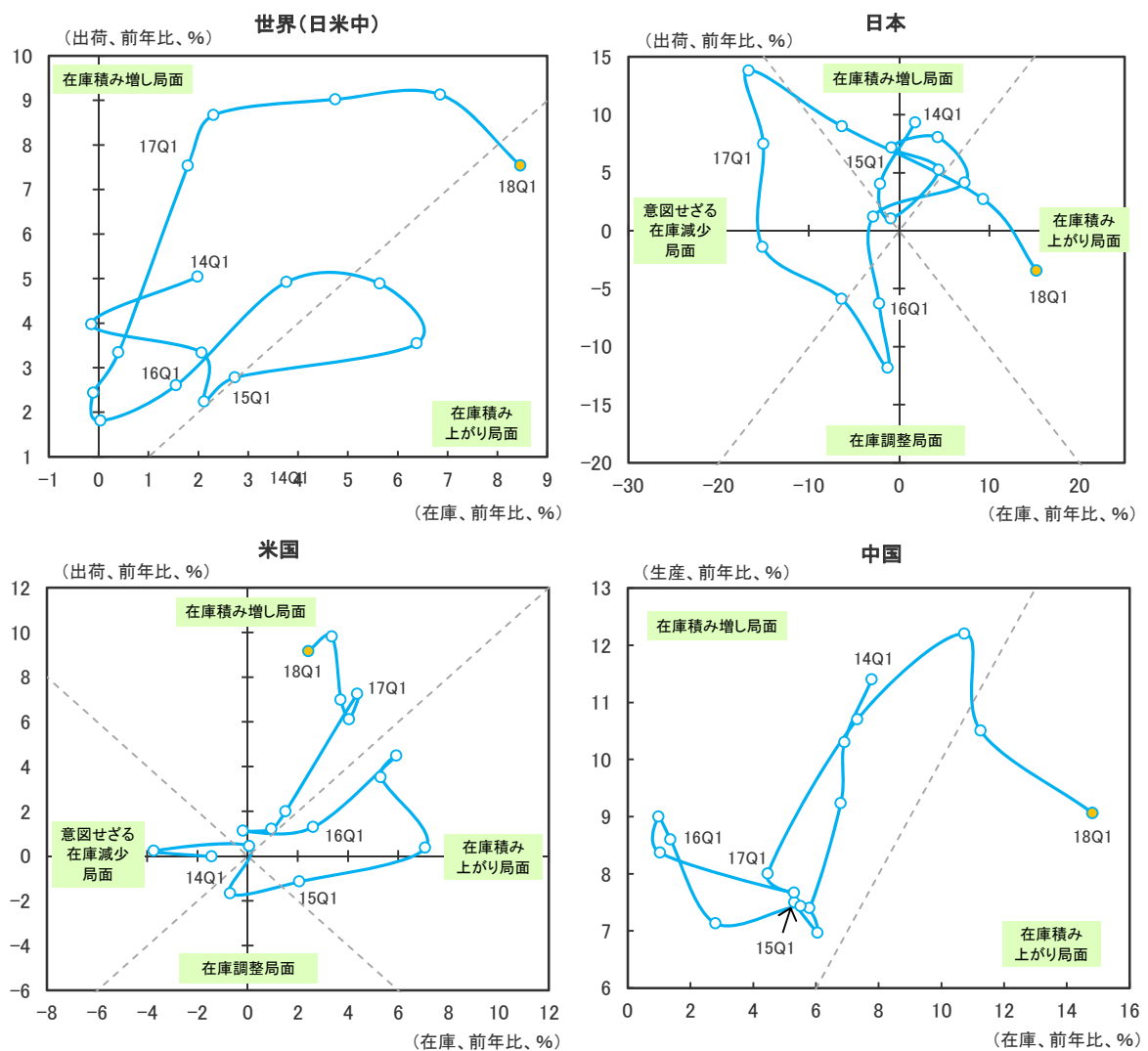
景気の重石となっている IT 関連財の在庫循環

製造業の内訳を見ると、IT 関連財の在庫循環に陰りが出ている点に注意したい。現在、世界（日米中）の在庫循環は「（意図せざる）在庫積み上がり局面」となっている（図表 7）。この背景として、世界のスマートフォン（スマホ）の出荷台数が 2017 年に初めてマイナスに転じたことからうかがえるように、スマホ向け電子部品の出荷が一服した可能性を指摘できる。

国・地域別に見ると、日本と中国が「（意図せざる）在庫積み上がり局面」に位置し、全体の重石になる一方で、米国が「在庫積み増し局面」を逆回転する形で出荷を下支えしている。

先行きについては、スマホ関連需要が引き続き冴えない一方、自動車、IoT、データセンター向けの需要拡大が全体を下支えし、IT 関連財の出荷は大きく腰折れせず、底堅く推移するとみている。ただし、米国の中国通信機器大手に対する制裁措置や、関税引き上げといった国際通商問題が IT 関連財出荷を下押しするリスクについては今後も慎重に見極める必要がある。

図表 7：世界（日米中）の IT 関連財の在庫循環図



(注)世界(日米中)はGDPのウェイトで合算。

日本：情報化関連財。米国：情報技術の値を情報処理装置のデフレーターで実質化。中国：通信設備・コンピューターの値、在庫は同区分のPPIで実質化、出荷は生産の値。

(出所)経済産業省、米商務省、中国国家統計局、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

3. 中長期の景気循環は総じて成熟局面に位置

資本ストック循環は一旦若返り

世界（日米欧中）の資本ストック循環（10年程度の周期のジューグラー・サイクル）の推移を確認すると、2015年と2016年は、景気循環の進展に伴い設備投資の伸びが鈍化するフェーズに入り、世界景気が成熟していったことが分かる（図表8）¹。これは、世界の経済成長率（IMFの推計値）が2年連続で低下したことから表裏一体の動きである。その背景としては、逆オイル・ショックおよび資源国リスクの高まり、欧州金融機関の信用リスクの顕在化、さらには中国人民元の想定外の切り下げや中国株の急落に起因する中国経済の減速などが挙げられる。

しかし、2017年は、成熟局面入りした資本ストック循環が一旦若返り（逆回転）、世界の経済成長率も加速した。ここで、2016年末頃を振り返ってみると、当時は、同年11月の米国大統領選挙において、保護主義的な政策を志向するトランプ氏が事前の予想を覆して勝利したこともあり、2017年の世界経済について慎重にみる向きが多かった。資本ストック循環の観点からも、成熟化が進展して設備投資は減速すると見込まれており、結果として、それが若返ったのは想定外のことであったと言える。

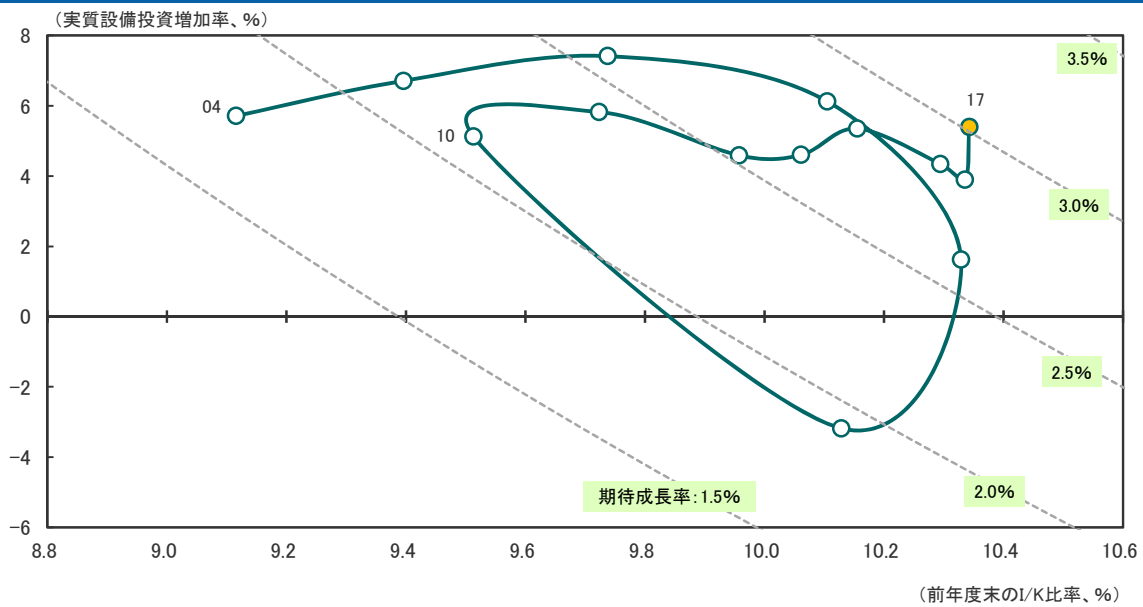
国・地域別の動向を確認すると、資本ストック循環が若返った背景としては、雇用・所得環境の改善や株高を背景とする個人消費の増加および生産活動の持ち直しを受けて、日米を中心に設備投資の伸びが想定以上に加速したことが指摘できる（図表9）。欧州については、資本ストック循環が順回転するに伴って設備投資が減速したものの、同地域の景気回復の動きが続く中、減速ペースは小幅なものにとどまった。中国は、高成長から中高速成長への移行が進む中で、基本的には、企業設備などを含む総固定資本形成の伸びは緩やかな低下傾向を辿ると考えられる。しかし、中国にとって2017年が5年に1度の「中国共産党全国代表大会（共産党大会）」の年にあたり、政府が政治安定化に向けた景気拡張的な政策スタンスをとったことが追い風となり、総固定資本形成は堅調に推移した。

先行きについては、資本ストック循環が再び順回転に戻り、世界の設備投資の伸びは徐々に鈍化するとみられる。しかし、2017年に若返った効果が残存することで、短期的に見ると、設備投資は当面底堅く推移すると考えている。さらに、米国に関しては、トランプ政権の下で2017年末に成立した減税の効果が2018年と2019年に見込まれ、設備投資が短期的に押し上げられる公算が大きい。加えて、日本も人手不足という構造問題に対応するための効率化投資、さらには五輪関連需要や2019年10月の消費増税を見据えた駆け込み需要といった通常の循環以外の要因が、設備投資をしばらく下支えする見込みだ。

他方、2019年末以降については、日本の五輪関連需要の剥落や消費増税後の反動減に加え、米国の減税効果の一巡などが想定され、世界景気に対して資本ストック循環面から下押し圧力が掛かる可能性について注意したい。

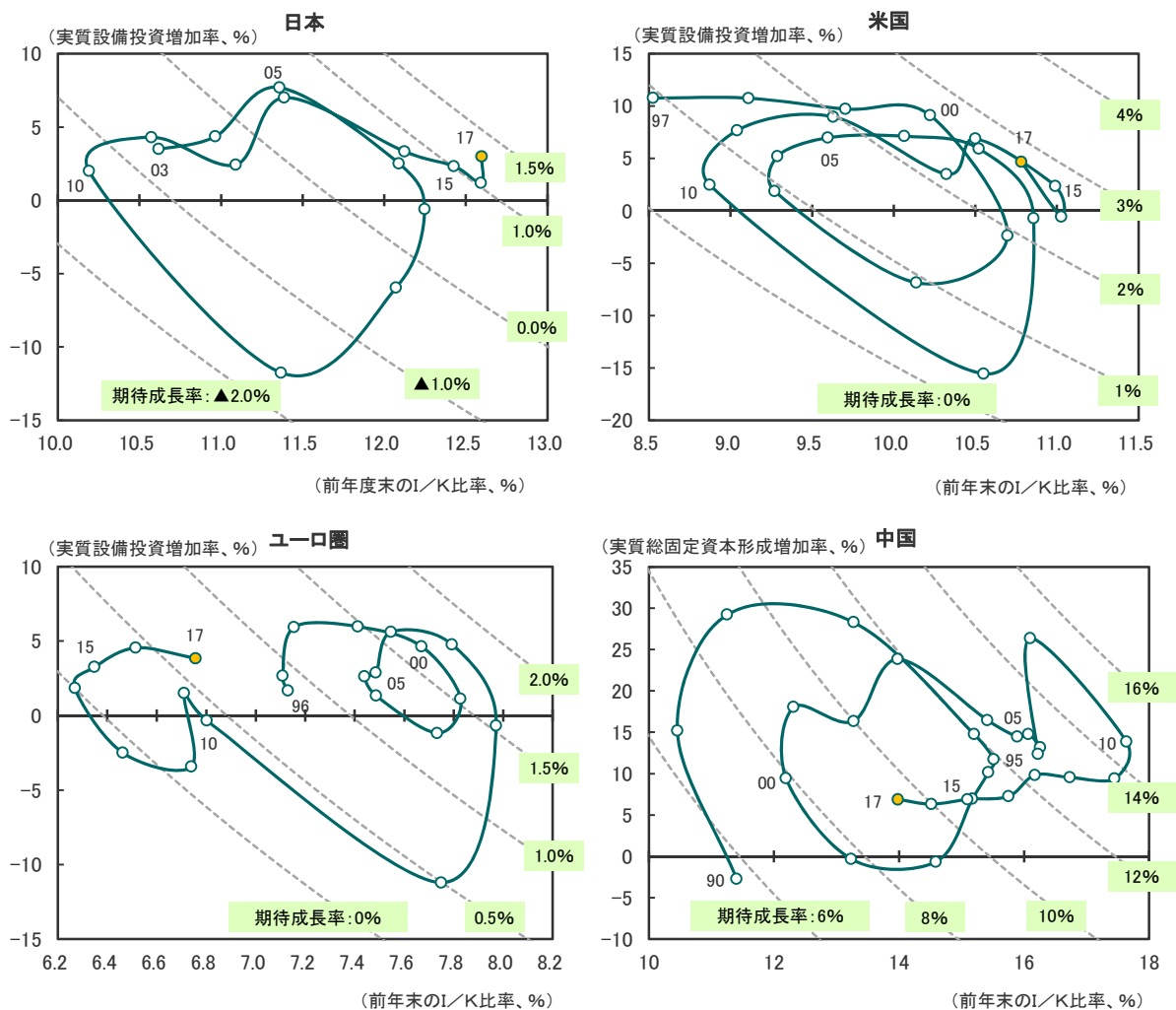
¹ ストック循環の見方については、石崎寛憲、川本卓司（2006）「近年の製造業の設備投資増加について」、日銀レビュー 2006-J-17、などを参照されたい。

図表 8 : 世界 (日米欧中) の資本ストック循環図



(注)Iは実質設備投資、Kは実質資本ストック。GDPのウェイトで合算。日本は年度の値。破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。
(出所)各国統計より大和総研作成

図表 9 : 日米欧中の資本ストック循環図

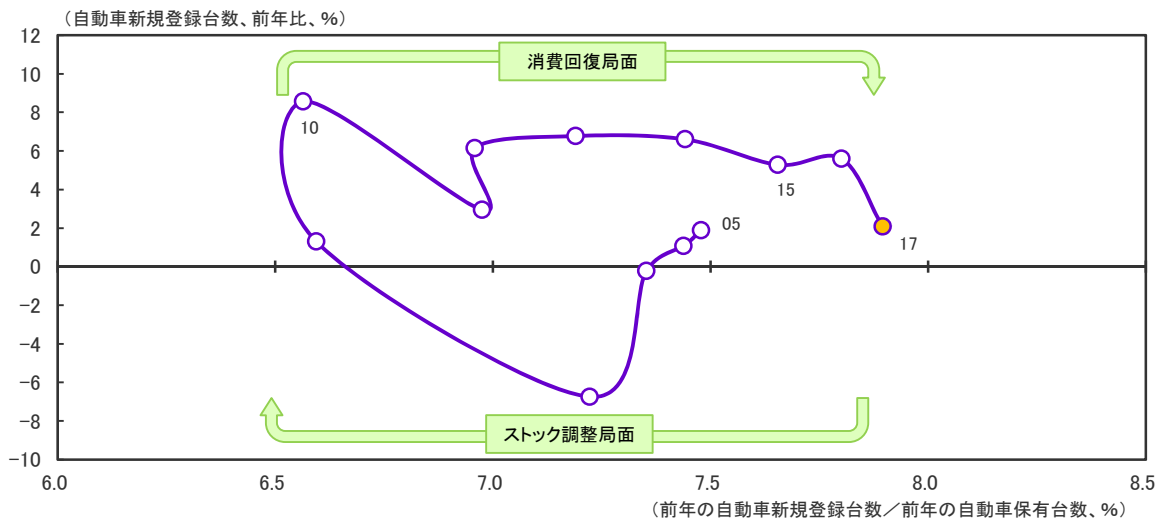


(注)Iは実質設備投資、Kは実質資本ストック。破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。
(出所)内閣府、日本銀行、BEA、欧州委員会、中国統計年報、世界銀行資料、CEIC、Haver Analyticsより大和総研作成

自動車のストック循環は回復局面の終盤戦

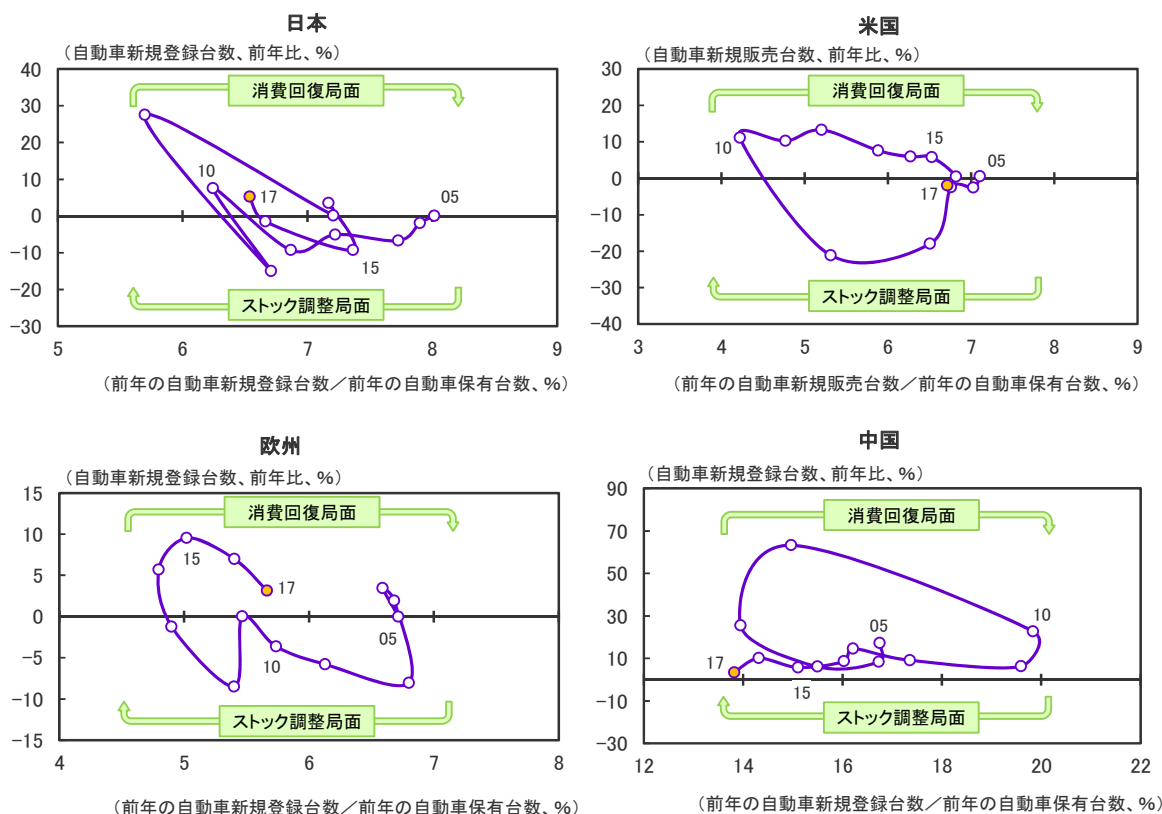
主要耐久財である世界（日米欧中）の自動車のストック循環を確認すると、現在、消費回復局面の終盤に位置している（図表 10）。つまり、循環的には、自動車新規登録台数の伸びが今後一段と鈍化するリスクについて留意が必要だ。

図表 10：世界（日米欧中）の自動車ストック循環図



(注) 日米欧中の単純合計。欧州はEU28+EFTA。米国は新規販売台数。中国の2017年の新規登録台数は販売台数を基に大和総研推計。
 欧州の2004年・2016年の保有台数は大和総研推計。
 (出所) 日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、FHWA、BEA、ACEA、OICA、中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 11：日米欧中の自動車ストック循環図



(注) 欧州：EU28+EFTA、2004年・2016年の保有台数は大和総研推計。中国：2017年の新規登録台数は販売台数を基に大和総研推計。
 (出所) 日本自動車工業会、日本自動車販売協会連合会、FHWA、BEA、ACEA、OICA、中国国家统计局、Haver Analyticsより大和総研作成

国・地域別には、米国がストック調整局面入りしており、欧州で自動車販売の伸びが鈍化している点も懸念される（図表 11）。他方、日本は、2017 年は消費回復局面の初期段階にある。しかし、これは、2016 年の自動車燃費偽装問題や熊本地震からの反動増という特殊要因によりかさ上げされている側面が強く、その影響は割り引いて評価する必要があるだろう。

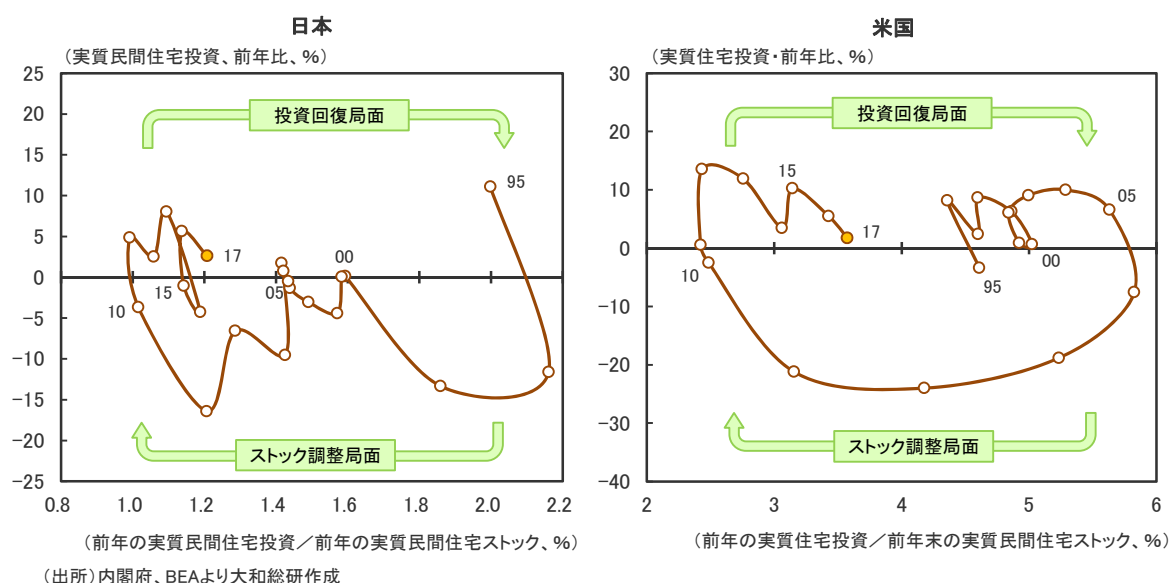
先行きについて、日本は、雇用・所得環境の改善や底堅い買い替え需要が下支え要因となるものの、2018 年初め以降の需要の鈍さを勘案すると、2018 年の新車販売台数は小幅ながらも前年比マイナスに転じる可能性が生じている²。米国では、減税の効果で前年比プラスに転じることが期待される一方、自動車ローン金利の上昇や原油高、さらにはライドシェア（相乗り）の普及などが重石になる見込みだ。

日米住宅ストックの先行きについては慎重にみる必要

最後に、日米両国の住宅ストック循環を確認すると、いずれも回復局面が進捗する中で住宅投資が伸び悩んでいる（図表 12）。

先行きについて、日本の 2018 年の住宅投資は、住宅ローンの審査厳格化の影響もあり、前年比マイナスに転じ、ストック調整局面入りすると見込まれる。また、2019 年に予定されている消費増税に向けた駆け込み需要とその反動減により、2018 年 10-12 月以降、住宅投資が上下に振れる見込みである点には注意が必要だ。米国は、トランプ政権の減税効果が下支え要因として作用するものの、住宅価格の上昇や建設労働者の供給制約などが重石となり、住宅投資が大きく加速する蓋然性は低いとみている。このように日米住宅ストックの先行きについても慎重にみる必要があるだろう。

図表 12：日米の住宅ストック循環図



² なお、一般社団法人 日本自動車工業会の「2018 年度（平成 30 年度）自動車国内需要見通し」（2018 年 3 月 15 日）において、2018 年度の自動車（乗用車＋商用車、四輪）需要は前年度比▲0.3%と見込まれている。

4. グローバルな「適温経済」の崩壊に備える

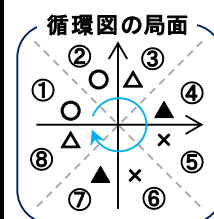
日米欧中の景気循環を俯瞰する

これまで見てきた世界（日米欧中）の短期・中長期の景気循環を全体的に俯瞰すると、図表 13 のようになる。国や項目ごとに濃淡が見られるものの、基本シナリオとして、世界経済が今後直ちに景気後退局面入りする可能性は低く、当面堅調に推移すると見込まれる。

しかし、欧米の政治リスクや地政学的リスクが煽る中、「ブラックスワン」（事前に予想できず、かつ起こった場合に甚大な影響を及ぼす出来事）が飛来して、これまでの「適温経済」が崩壊するリスクに備えておく必要もあろう。そこで、最後に、世界経済が深刻な「世界株安・世界生産減」に陥った過去の教訓を踏まえ、今後の注目指標等について検討する。

図表 13：世界（日米欧中）の在庫・ストック循環の総括表

	世界	日本	米国	欧州	中国
<在庫循環>（短期）					
製造業	③(△)	④(▲)	③(△)	②(○)	③(△)
IT関連財	④(▲)	⑤(×)	③(△)	—	④(▲)
<ストック循環>（中長期）					
設備	③(△)	③(△)	③(△)	②(○)	④(▲)
自動車	④(▲)	①(○)	⑤(×)	④(▲)	①(○)
住宅	—	④(▲)	④(▲)	—	—



(注)「○、△、▲、×」の評価は大和総研によるものであり、相当の幅を持ってみる必要がある。

(出所)大和総研作成

「世界株安・世界生産減」のメルクマールは何か？

過去の事例を多面的に検証すると、世界経済が深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するかどうかを分けるメルクマールとして、米国企業（民間非金融法人企業）の債務状況が極めて重要な指標として浮かび上がってくる³。

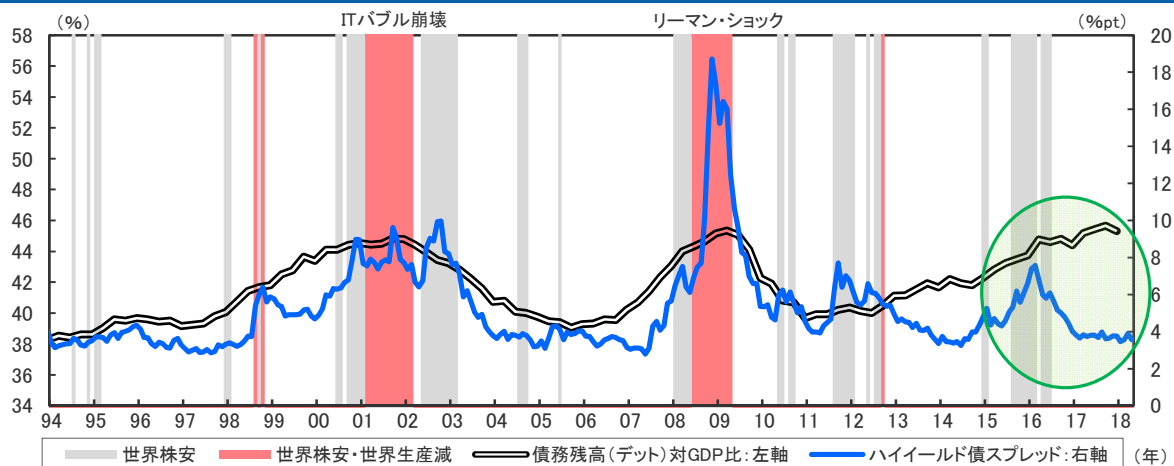
まず、「米国企業の債務残高対 GDP 比」と「米国のハイイールド債スプレッド（＝ハイイールド債の利回り－米国 10 年国債利回り）」の両者が同時に上昇する局面に入ると、「世界株安・世界生産減」が発生するリスクが高まることに注意が必要だ（図表 14）。近年、ハイイールド債スプレッドが低水準で推移しているが、Fed（米連邦準備制度）が継続的に利上げとバランスシートの縮小を行い、ハイイールド債に対しても企業の債務状況に見合った利回りが要求される中で、金融市場の動揺が一段と悪化すれば、ハイイールド債スプレッドも上昇基調に転じよう。

³ これに関する分析としては、[長内 智 \(2016\)「米国企業の『デット・サイクル』から見た世界経済の先行きについて」、大和総研経済分析レポート \(2016 年 4 月 4 日\)](#)、などを参照されたい。

また、「米国企業の債務残高対 GDP 比」と「デット・エクイティ・レシオ」を組み合わせることも有益だ。両者を並べると、①債務残高対 GDP 比が上昇、②デット・エクイティ・レシオが上昇、③「世界株安・世界生産減」、という順番が繰り返されていることを観察できる（図表 15）。ここで、過去に深刻な「世界株安・世界生産減」に突入した際のデット・エクイティ・レシオの水準（図上の（1））から逆算した NY ダウの水準は 17,000 ドルとなる。つまり、NY ダウが今後 2 万ドルを大きく下回る事態となれば、「世界株安・世界生産減」を警戒する必要がある。また、2 月に公表された Fed のストレステスト（2018 年）における最悪シナリオでは、NY ダウが 9,689 ドルまで低下するケースが示された。その場合、デット・エクイティ・レシオは図上の（2）まで急上昇し、「世界株安・世界生産減」に発展する可能性が高いと考えられる。

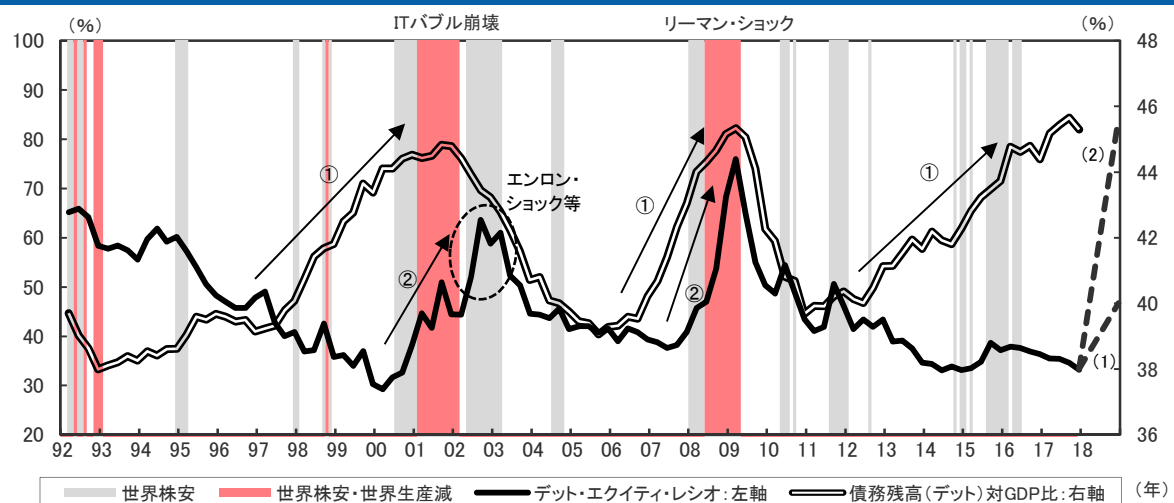
結論として、グローバルな金融市場の動揺への懸念が熾り、世界景気後退論が浮上する中、これらの指標の変化を今後も丹念に点検することが重要となろう。

図表 14：米国企業の債務残高対 GDP 比とハイイールド債スプレッド



(注1) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。
 (注2) ハイイールド債は、BoAメリルリンチの“High Yield Corporate Master II”。
 (注3) ハイイールド債スプレッド=米国ハイイールド債の利回り-米国10年国債利回り。
 (出所) FRB、BoAメリルリンチ、Haver Analyticsより大和総研作成

図表 15：米国企業の債務残高対 GDP 比とデット・エクイティ・レシオ



(注1) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比を用いて設定した。
 (注2) デット・エクイティ・レシオの先行きは、18年末のNYダウが(1)17,000ドル、(2)9,689になるケース。前者は、過去に世界株安・世界生産減に突入した時点と同程度のD/Eレシオになる値、後者は、FRBのストレステストで設定された最悪シナリオ(2018年)における値。
 (出所) FRB、BEA、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成