

2015年11月24日 全15頁

日本経済見通し：米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？

日本経済は「景気後退」局面入りの可能性はあるが、次第に回復へ

エコノミック・インテリジェンス・チーム
執行役員 チーフエコノミスト 熊谷 亮丸
エコノミスト 長内 智
エコノミスト 岡本 佳佑
エコノミスト 小林 俊介
エコノミスト 久後 翔太郎
永井 寛之
山口 晃

[要約]

- 日本経済は「景気後退」局面入りの可能性：2015年7-9月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+0.8%（前回：同+1.0%）、2016年度が同+1.5%（同：同+1.7%）である。足下の日本経済は「景気後退」局面入りの可能性があるが、当社のメインシナリオでは、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第187回 日本経済予測」（2015年11月20日）参照）。
- 米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？：現在、中国をはじめとする新興国経済の減速などを背景に、グローバル経済は深刻な「世界株安・世界生産減」の局面に突入する可能性が生じている。今回のレポートでは、米国が早晚「出口戦略」を講じる可能性が高まっていることを踏まえて、過去にグローバル経済が「世界株安・世界生産減」に陥った局面の特徴を概観すると同時に、今後の動向を占ううえで重要な先行指標および深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマール（判断基準）について詳細な分析を行った。当社は、基本シナリオとして、FEDの利上げペースが景気見合いで行われ、金融市場や実体経済を大きく動揺させることはない想定しているものの、FEDの金融政策の動向については引き続き慎重に見極めていく必要があるだろう。
- 日本経済のリスク要因：日本経済のリスク要因としては、①中国経済の下振れ、②米国の出口戦略に伴う新興国市場の動揺、③地政学的リスクを背景とする世界的な株安、④ユーロ圏経済の悪化、⑤財政規律喪失への懸念を背景とする将来的な「トリプル安（債券安・円安・株安）」の進行、の5点に留意が必要である。

1. 日本経済は「景気後退」局面入りの可能性

日本経済は「景気後退」局面入りの可能性

2015年7-9月期GDP一次速報の発表を受けて、経済見通しを改訂した。改訂後の実質GDP予想は2015年度が前年度比+0.8%（前回：同+1.0%）、2016年度が同+1.5%（同：同+1.7%）である。足下の日本経済は「景気後退」局面入りの可能性があるが、当社のメインシナリオでは、①アベノミクスによる好循環が継続すること、②米国向けを中心に輸出が徐々に持ち直すことなどから、2016年にかけて緩やかな回復軌道に復する見通しだ（→詳細は、熊谷亮丸他「第187回 日本経済予測」（2015年11月20日）参照）。

2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%（前期比▲0.2%）

2015年7-9月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.8%（前期比▲0.2%）と、市場コンセンサス（前期比年率▲0.2%、前期比▲0.1%）を下回った。実質GDPのマイナス成長は2四半期連続である。個人消費と輸出が増加に転じたものの、設備投資の減少や大幅な在庫調整が全体を押し下げた。海外の「2四半期連続のマイナス成長＝景気後退」という基準に従えば、日本経済は景気後退局面入りしたと評価できる。ただし、今回のマイナス成長の主因が在庫調整であることやマイナス幅が小幅なものにとどまったことを勘案し、さらには実質GDPの水準を均して基調を判断すると、実態として景気が大きく腰折れしたとは考えていない。

先行きの日本経済は徐々に持ち直すと予想

当社のメインシナリオとして、先行きの日本経済は海外経済減速の影響が緩和する中で、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などを受けて、「踊り場」局面から徐々に持ち直すと予想している。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、振れを伴いながらも持ち直しの動きが続くと見込む。現在、毎月勤労統計でみる名目賃金は、統計のサンプル替えの影響などで冴えない動きが続く。しかし、今年の春闘におけるベースアップの動向や他のボーナス調査の動向を踏まえると、賃金の実態はこの統計で見る以上に底堅いと考えている。また、良好な雇用環境や最低賃金の引き上げなどによって、パート・アルバイトの賃金上昇が続いており、年金改定率の上昇を受けて年金受給世帯の可処分所得も一定程度増加している。さらには、消費者物価上昇率の低下を通じた実質賃金の押し上げ効果が続くことや、雇用者数の増加傾向が続いていることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。

住宅投資は、雇用・所得環境の改善と低い住宅ローン金利に下支えされ、底堅い動きが続くと予想している。加えて、2016年に入ると、消費税の再増税を見据えて住宅購入を検討する世帯が徐々に増加し始めることもプラスに作用しよう。ただし、先行指標である住宅着工戸数の増勢が鈍化していることを踏まえると、しばらく増加テンポは緩やかなものにとどまると想定している。なお、最近発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題の行方には若干注意したい。この問題が長期化することになれば、新築マンションの安全性への不信感が高まり、消費者が購入を先送りする可能性がある。過去を振り返ると、2005年に発覚した耐震強度偽装事件を受けて2007年に建築基準法が改正され、それによって住宅投資が大きく落ち込んだことは

記憶に新しいところである。

公共投資は、過去の経済対策による下支え効果が徐々に剥落する中で、減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負や受注状況の頭打ち傾向が強まっており、基調としては、それに沿って推移すると考えている。

輸出は、海外経済減速の影響が緩和する中で、強弱入り交じりながらも緩やかな回復基調が続くと考えている。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いており、耐久財を中心に輸出の増勢回復が見込まれる。欧州経済については原油価格下落や ECB（欧州中央銀行）による量的緩和政策の効果などから緩やかに持ち直しており、12月には ECB の追加緩和も期待される。このため、夏場に弱さの見られた欧州向け輸出も徐々に増加基調へ復するだろう。アジア経済に関しては、中国の預金準備率引き下げや利下げなどによる実体経済の底上げ効果が個人消費などで確認され始めており、消費財等を中心として一段の需要減少は回避される公算が大きい。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景に、振れを伴いながらも緩やかに増加するとみている。日銀短観などの設備投資計画調査では、設備投資に対して前向きな姿勢が示されており、更新投資や省人化・省エネ化投資などが期待される。ただし、現在の企業マインドは実態よりやや強気であるとみており、今後の下振れリスクに注意する必要があるだろう。これは、中国をはじめとする新興国経済の減速や海外の企業部門の弱さなどを受けて輸出が停滞し、個人消費の回復ペースも冴えない中で、製造業を中心に設備投資を先送りする企業が増える可能性が高まっているためである。加えて、先行指標である機械受注に弱さが見られる点にも留意したい。

2. 米国が「出口戦略」を講じると何が起きるか？～グローバル経済の下振れ懸念を検証する～

世界生産の増勢鈍化が明確化

中国経済をはじめとする新興国経済の減速に加え、中国の2015年6月以降の株価急落や8月の人民元の切り下げを背景とする金融市場の混乱が、グローバル経済を揺さぶっている。世界生産の動向を見ると、2015年に入ってから増勢の鈍化が明確化しており、グローバル経済は深刻な「世界株安・世界生産減」の局面に突入する可能性が生じている。

本章では、米国が早晩「出口戦略」を講じる可能性が高まっていることを踏まえて、過去にグローバル経済が「世界株安・世界生産減」に陥った局面の特徴を概観すると同時に、今後の動向を占ううえで重要な先行指標および深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマール（判断基準）について詳細な分析を行った。

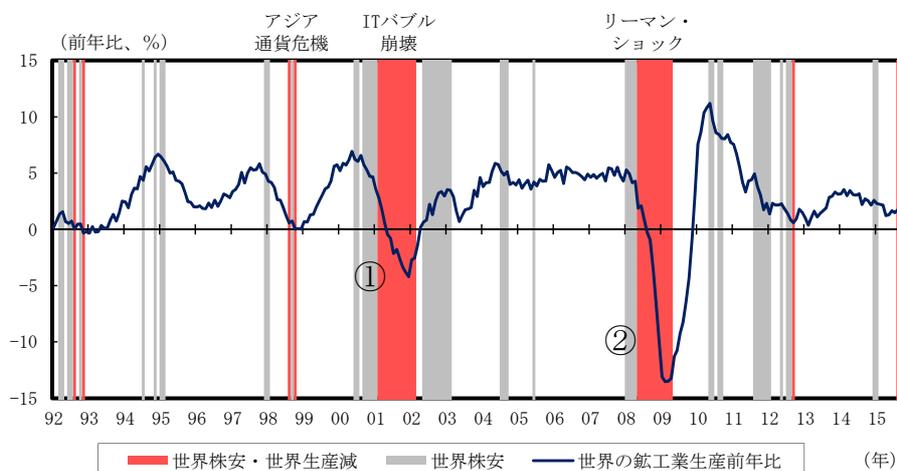
2.1 グローバル経済は三度目の深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際

過去の「世界株安・世界生産減」局面に見られる特徴は？

世界株価と世界生産の6ヶ月前比を用いて過去の局面を区分すると、1990年代以降、「世界株安・世界生産減」が深刻化した時期は「二度」存在する（**図表 1**）。「ITバブル崩壊」、「リーマン・ショック」という世界的な金融・経済ショックに見舞われた時期である。他方、1990年代後半の「アジア通貨危機」においても世界株安と世界生産減が同時に進行する時点（月）が見られたものの、深刻化するまでには至っていない。

足下の動向を確認すると、グローバル経済は、2015年8月に「世界株安・世界生産減」に転じており、1990年代以降で三度目となる深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際に立たされている。

図表 1：過去の「世界株安・世界生産減」局面と世界生産の動向



（注）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。

（出所）オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

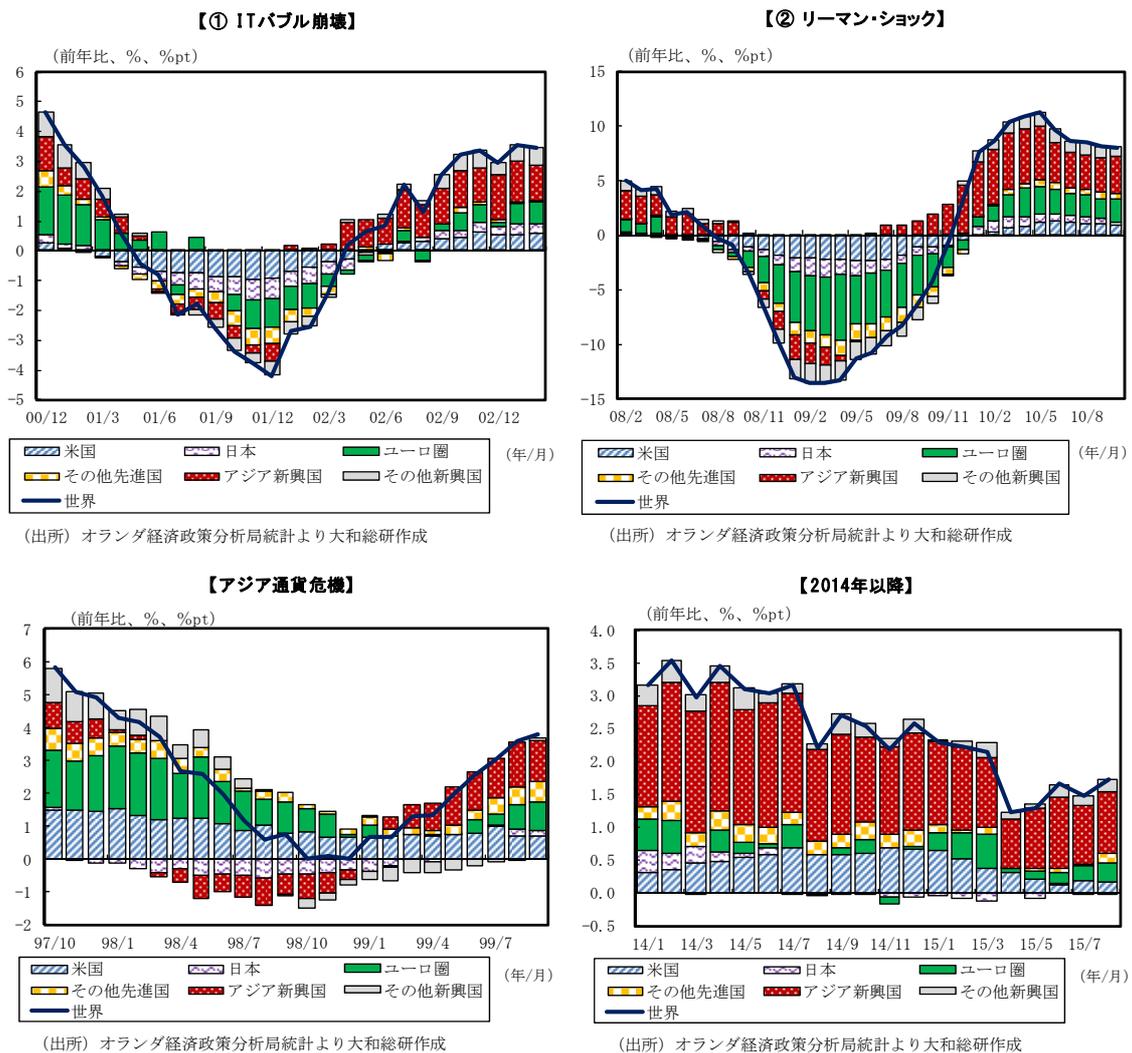
最初に、世界生産（前年比）を国・地域別に要因分解することにより、それぞれの局面で見られる特徴を明らかにしよう。

第一の特徴として、「IT バブル崩壊」と「リーマン・ショック」に伴う深刻な「世界株安・世界生産減」の局面は、いずれも震源地である米国のマイナス寄与が拡大してから、他の先進国を中心に影響が波及した様子が確認できる（**図表 2**）。リーマン・ショック後は、欧州の金融危機が深刻化したことなどから、ユーロ圏の押し下げ寄与が大幅に拡大している。他方、アジア新興国については、短期的にマイナス寄与に転じたものの、高成長を続ける内需が下支え役となり、先進国に先駆けて前年比プラスに転じた。

第二に、「アジア通貨危機」の際には、震源地であるアジア新興国や、日本のマイナス寄与が顕著であった。ただし、ユーロ圏の生産が大きく減少せず、米国の生産のプラス寄与が継続したことによって、世界全体で見ると生産の落ち込みは短期的なものにとどまった。

第三に、2014 年以降の生産の推移を見ると、2014 年春頃からアジア新興国の生産の伸びが緩やかに鈍化する中で、2015 年に入り米国の生産のプラス幅が低下している。米国については、原油安やドル高を背景とする企業の設備投資の停滞などが影響しているものと考えられる。

図表 2：世界生産の要因分解



中国経済減速の影響が ASEAN 主要国で顕在化

今後の世界生産を展望するうえで重要なカギを握る中国経済減速の影響が、アジア新興国に伝播している点も注視しておきたい。ここでは、ASEAN4（インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール）の生産動向について、米国、欧州および中国の影響力という観点から考察を行う。結論をあらかじめ述べれば、循環的に見ると、相対的に堅調な米国経済が ASEAN4 の生産に対してプラスに寄与する一方で、減速傾向の続く中国経済が押し下げに作用している。

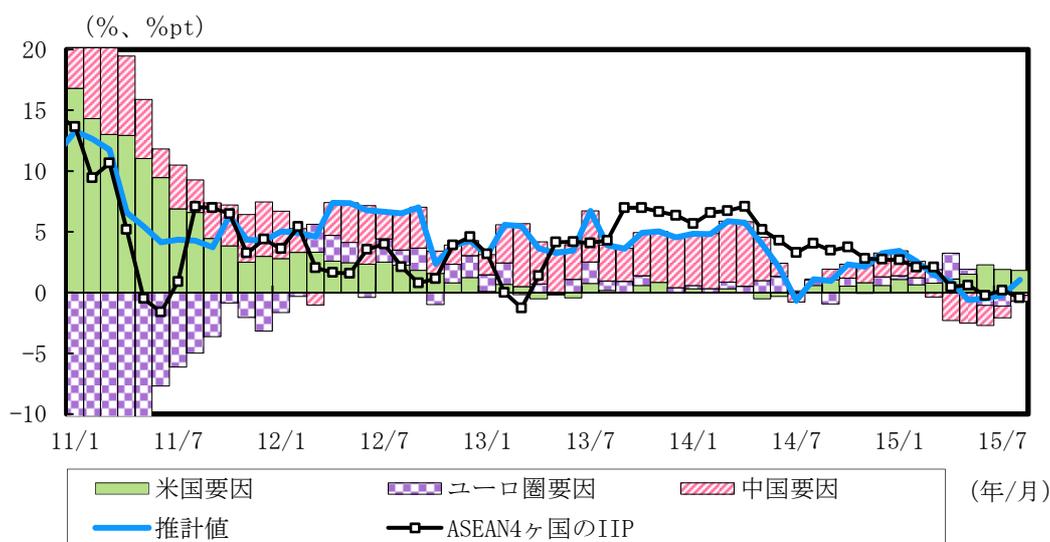
図表 3 は、ASEAN4 の鉱工業生産を米国の実質輸入、ユーロ圏と中国の輸入数量で回帰し、それぞれの国の影響度を推定したものである。

この図表を見ると、2013 年から 2014 年半ばにかけては、高成長を続けていた中国経済が ASEAN4 の生産拡大の原動力であったと推察される。しかし、中国経済の減速懸念が強まり始めた 2014 年後半になると、中国のプラス寄与が大きく縮小し、2015 年春以降は総じてマイナス寄与に転じている。このことから、すでに中国の景気減速の影響が ASEAN4 の生産において顕在化していると言っても過言ではあるまい。

他方、米国における実質輸入の増加は ASEAN4 の生産を下支えしていることが確認できる。米国では、設備投資が停滞する一方で消費が好調であることから、ASEAN4 の米国向け消費財輸出の増加などを通じて、生産が一定程度下支えされている可能性が指摘できる。

当社は、今後も米国経済は着実に回復していくと予想しており、米国経済の回復がアジア新興国経済を下支えすると考えている。中国については、景気の緩やかな減速傾向が続いているものの、財政・金融政策の発動などを受けて、景気は徐々に底入れに向かうと予想している。

図表 3 : ASEAN4 ヶ国の鉱工業生産（前年比）の要因分解



(注1) ASEAN4ヶ国は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、シンガポール。タイは、大洪水の影響で振れが大きいため利用せず。

(注2) ASEAN各国の鉱工業生産を輸入ウエイトで加重平均し、その前年比（3MA）を米国の実質輸入、ユーロ圏と中国の輸入数量を用いてローリング回帰（60ヶ月）を行った。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

2.2 「世界株安・世界生産減」のメルクマールは何か？

重要なメルクマールは「米国企業の債務状況」

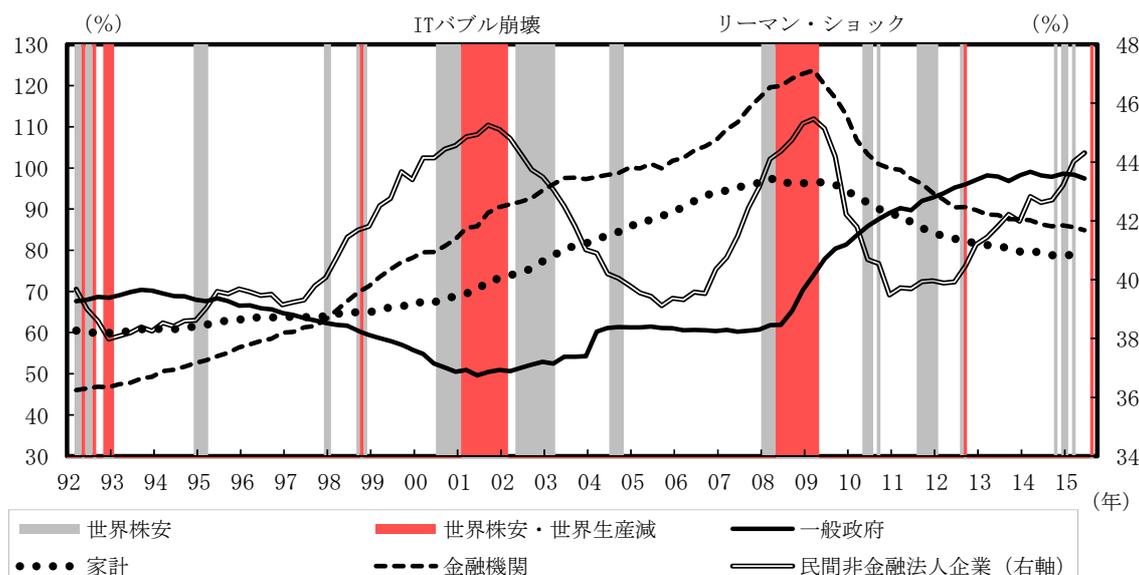
様々な経済主体のストック面のデータに関しても、多面的に比較・対照した結果、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分ける重要なメルクマールとして、米国企業（民間非金融法人企業）の債務状況が極めて重要であることが分かった。

前述したように、過去二度の深刻な「世界株安・世界生産減」はいずれも米国を震源地としたものである。このため、当然、構造的に米国のデータの方が他国より説明力が高くなるはずであり、実際のデータを丹念に精査しても、こうした傾向が観察された。加えて、これまでの世界経済のドライバーが米国であったことから、米国経済が堅調であれば世界経済も大きく腰折れすることはなかったのだと考えられる。

図表 4 は、米国のデータの中で注目すべき債務残高対 GDP 比の推移を示したものである。「リーマン・ショック」の局面では、まず家計、金融機関、企業の債務残高対 GDP 比の上昇傾向が続き、その後、大きく低下に転じたことが分かる。これに対して、「IT バブル崩壊」の局面では、企業が同様な動きを示していた一方で、家計と金融機関の上昇傾向が続いていた。以上の 2 局面を総合的に検討した場合、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分けるメルクマールとして最も重視すべきは、民間非金融法人企業の債務残高対 GDP 比であると考えられる。

具体的には、実体経済に対して企業の債務が高まるにつれて、深刻な「世界株安・世界生産減」に陥るリスクを警戒すべきであろう。

図表 4：米国の経済主体別の債務残高対 GDP 比



(注) 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。

(出所) FRB、BEA、オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

米国企業の「デット・サイクル」は3周目の入り口

さらに、米国企業債務については、「デット・エクイティ・レシオ」を組み合わせることで有益である。両者を並べてみると、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深刻な「世界株安・世界生産減」、という順番が観察できる（図表 5）。

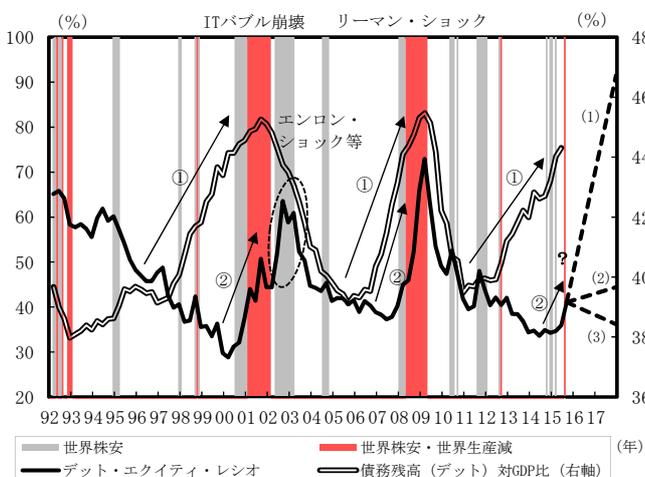
足下の状況を見ると、①の段階にとどまっており、②にまでは至っていない。この背景としては、FED の大胆な金融緩和などを背景とする米国株高によって、デット・エクイティ・レシオの分母（＝エクイティ）が大きく嵩上げされた状態にあることが指摘できる。

ここで、過去の NY ダウと米国の名目 GDP の歴史的な関係などを基に、2017 年末の NY ダウが、(1) 9,000 ドル（下落）、(2) 18,000 ドル（概ね横ばい）、(3) 22,000 ドル（上昇）になるケースについて、デット・エクイティ・レシオの先行きをシミュレーションしてみよう。デット・エクイティ・レシオが急上昇するケースは、(1) のみであり、このケースが概ねリーマン・ショック時に匹敵することを踏まえると、基本シナリオとしては、しばらく深刻な「世界株安・世界生産減」に陥ることはないと考えられる。ただし、2015 年 12 月に FED が利上げに踏み切り、その後の利上げペースやバランスシートの調整が拙速なものとなれば、株価の急落を招き、デット・エクイティ・レシオが大きく上昇する恐れがある点に注意が必要である。

また、債務残高対 GDP 比とデット・エクイティ・レシオの関係を散布図にすると、「デット・サイクル」と呼べるような大きな時計回りの円を描く点が注目される（図表 6）。この図表からは、左上に行くほど深刻な「世界株安・世界生産減」の可能性が高くなることが示唆される。そして、現在は、3 周目の入り口に立っていることが分かる。

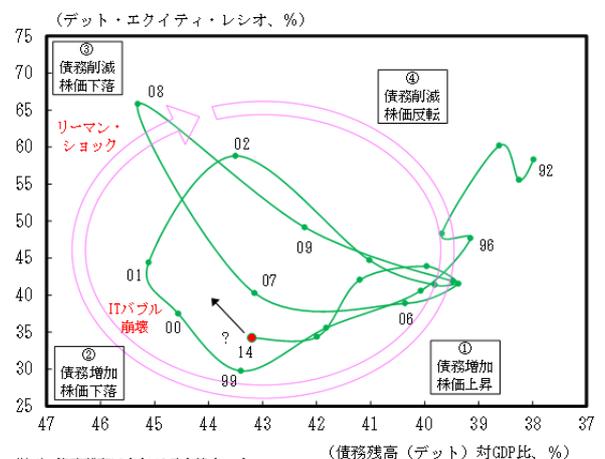
こうしたサイクルが生じるメカニズムとしては、①景気拡大局面における企業の投資拡大（＝債務増加）と株高、②それまでの行き過ぎた株高の調整と企業のバランスシートの悪化（＝債務増加）、③景気が後退する中で企業のバランスシート調整（＝債務削減）と株価の下落、④債務削減の動きが終盤を迎える状況下での株価反転、という循環構造が指摘できよう。

図表 5：米国民間非金融法人企業の債務状況



(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、2017年末のNYダウが (1) 9,000ドル（下落）、(2) 18,000ドル（概ね横ばい）、(3) 22,000ドル（上昇）になるケース。デットは、いずれも直近1年の平均の伸び率で延長。
 (出所) FRB、BEA、オランダ経済政策分析局、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

図表 6：米国民間非金融法人企業のデット・サイクル



(注1) 債務残高は各年12月末時点のもの。
 (注2) デット・サイクルは、①景気拡大局面における企業の投資拡大（＝債務増加）と株高、②それまでの行き過ぎた株高の調整と企業のバランスシートの悪化（＝債務増加）、③景気が後退する中で企業のバランスシート調整（＝債務削減）と株価の下落、④債務削減の動きが終盤を迎える中で株価が反転、という過去の循環を示したもの。
 (出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

金融緩和によってクレジット市場は「ミニ・バブル」的な様相

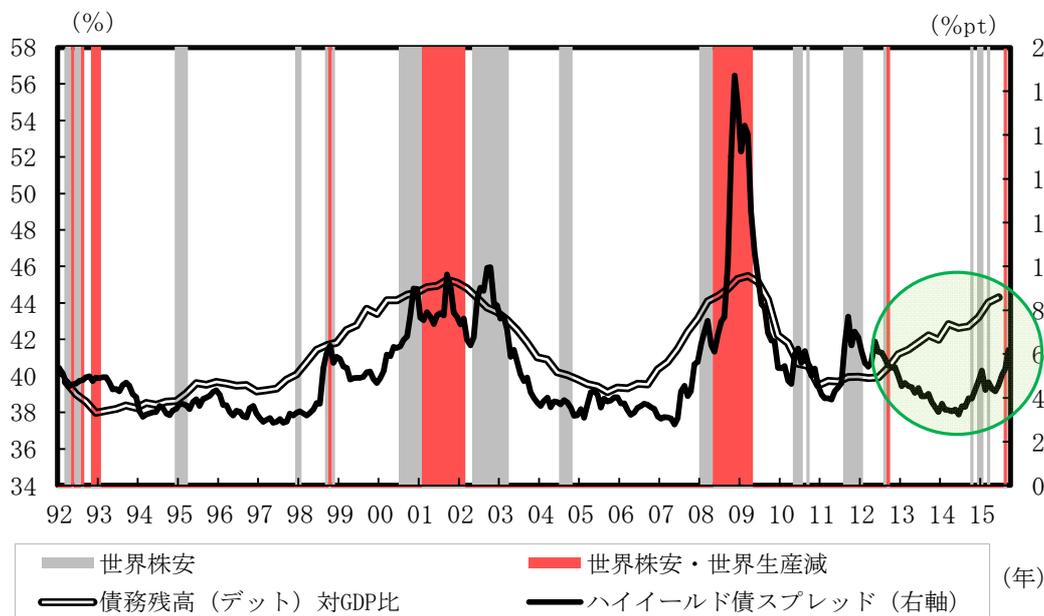
米国企業の債務残高対 GDP 比との関係で言えば、米国のハイイールド債スプレッドの動向を確認することも重要である。歴史的に見て、両者は概ね連動する傾向にあるが、近年は債務残高対 GDP 比に比べて、ハイイールド債スプレッドが低水準で推移している（図表 7）。

この背景としては、FED の大胆な金融緩和に伴い「流動性相場」が現出し、ハイイールド債の利回りが過度に抑圧されていることなどが考えられる。すなわち、現在、米国のクレジット市場はいわば「ミニ・バブル」的な状況にあると評価できよう。しかし、今後、FED が利上げに転じて、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ようになれば、ハイイールド債スプレッドも大きく上昇する可能性が高い。

最終的には FED の金融政策運営の手腕次第

ここまで見てきた米国企業の、①債務残高対 GDP 比、②デット・エクイティ・レシオ、③ハイイールド債スプレッド、という 3 つの指標を総合的に勘案すると、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かは、FED の金融政策運営の手腕にかかっていると見えよう。当社は、基本シナリオとして、FED の利上げペースが景気見合いで行われ、金融市場や実体経済を大きく動揺させることはない想定しているものの、FED の金融政策の動向については引き続き慎重に見極めていく必要があるだろう。

図表 7：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) 債務残高 (デット) は、非金融法人企業ベース。

(注3) ハイイールド債は、BoAメリルリンチの“High Yield Corporate Master II”。

(注4) 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ー米国10年国債利回り。

(出所) FRB、BoAメリルリンチ、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成

2.3 米国の利上げは世界経済に何をもたらすのか？

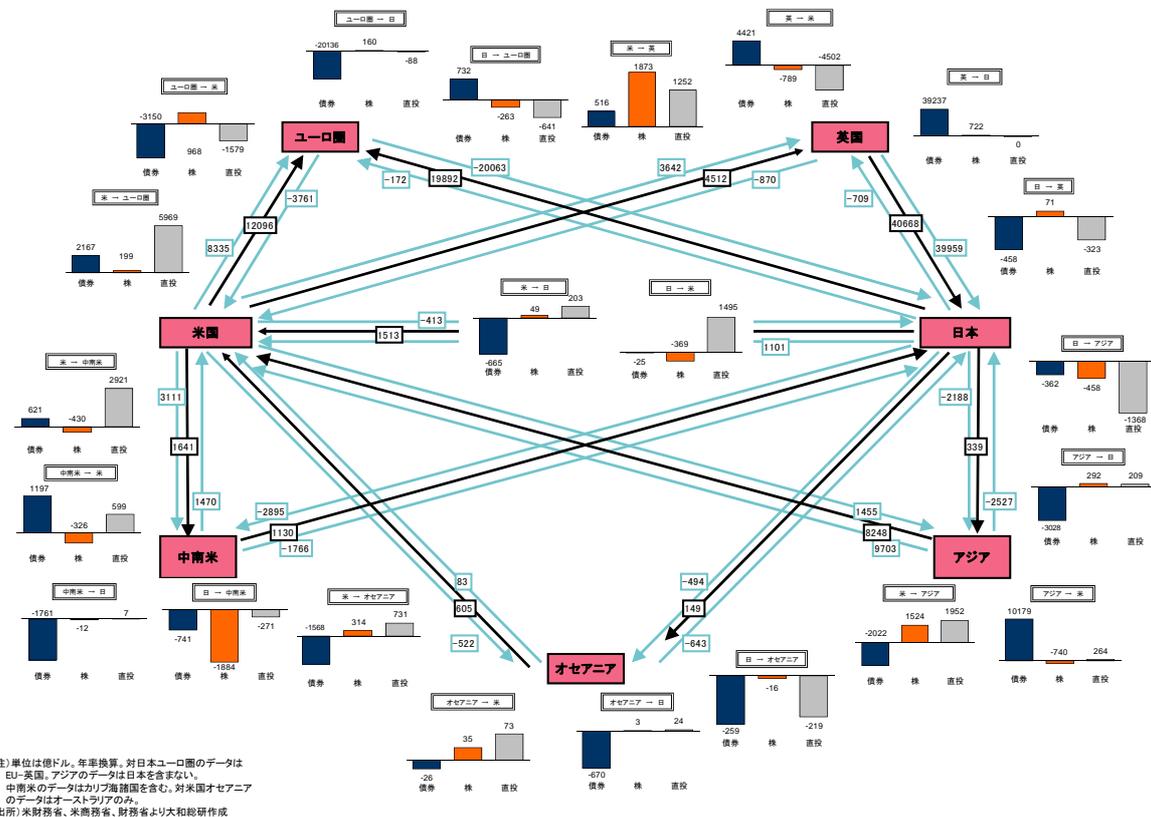
世界的な金利上昇圧力とドル高が世界経済の重石に

以下では、前節までの考察を踏まえて、米国の利上げと欧州の量的緩和が世界経済および日本経済に与える影響について定量的に検証していきたい。

最初に、米国の政策金利の引き上げを受けた長期金利の上昇は、米国経済を減速させるのみならず、国際的な金利の裁定条件を通じて他国の金利をも上昇させる効果を有する。**図表 8** に世界的な投資資金の流れをまとめているが、米国はとりわけ「債券」の形で米国外から資金を調達し、逆に「エクイティ」の形で海外に資金を供給している。つまり米国を軸として「国際的な信用創造」が行われているということだ。この国際的な信用創造の構造の中で米国の金利が上昇すると、米国から世界に投資している資金の「要求収益率」が上昇し、世界中で金利が上昇することになる。結果的に、世界的な金利の上昇は、世界経済を下押しすることが懸念される。

次に、米国金利の上昇に伴うドル高は、一義的には輸出競争力の変化を通じた所得分配、すなわち米国から米国以外への需要のスピルオーバーをもたらすにすぎない。ただし、ドルで資金を調達している国、とりわけ新興国にはマイナスの影響が見込まれる。新興国の中でも、とりわけドルペッグなどの硬直的な為替制度を採用している国は、いわゆる「通貨防衛のための利上げ」を迫られるケースもあり、最悪のケースでは外貨準備を使い果たして、「通貨危機」的な状況に陥ってきたということは過去の歴史が示している通りである。

図表 8 : グローバルマネーフロー (2014 年)

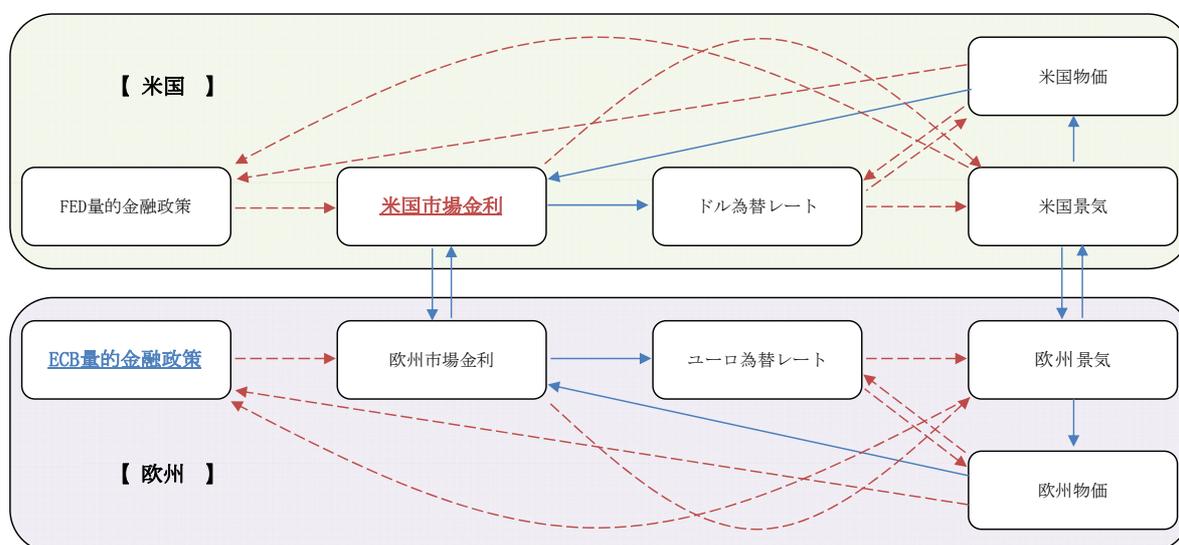


世界経済モデルを用いた試算

以上の考察を踏まえて、本予測では、世界経済モデルを構築して、米国と欧州における金融政策の発動が世界経済および日本経済に与える影響について試算した。

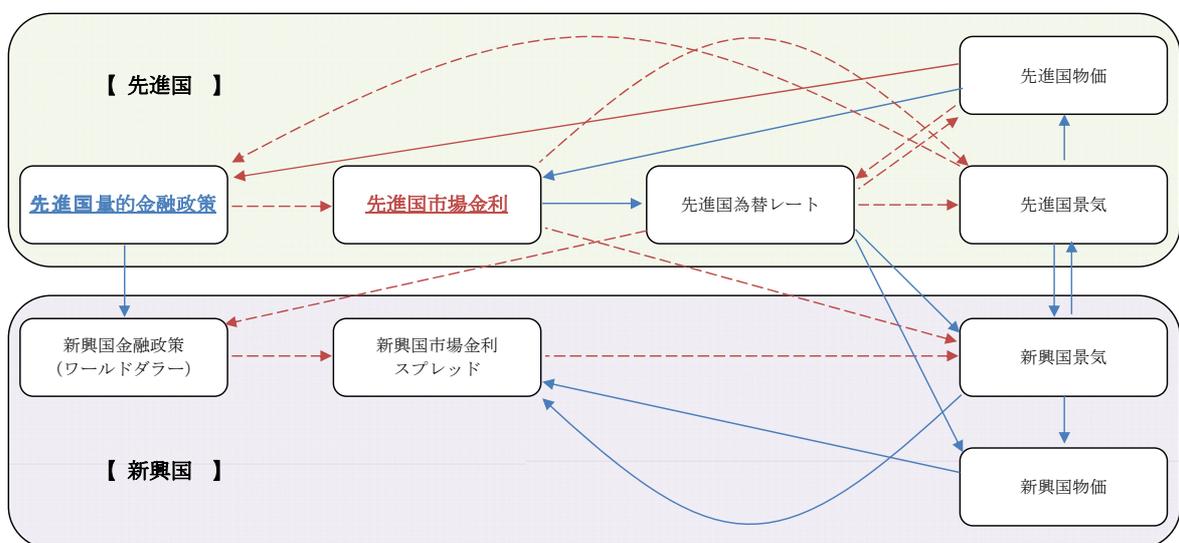
図表 9、図表 10 にモデルの概要を示したが、これらはそれぞれ、先進国間、および先進国と新興国の間での景気連動を示している。具体的には、当社の世界経済モデルは、①先進国間の動きとしては「金利」と「為替」の変動を通じて実体経済が影響を受ける、②先進国と新興国の間では、金利や為替の変動の結果として「外貨準備」や「金利スプレッド」が変動し、これにより実体経済が影響を受ける、というメカニズムを取り込んだものとなっている。

図表 9：米国と欧州の景気連動



(注) 実線の矢印は正の要因、点線の矢印は負の要因を示す。
(出所) 大和総研作成

図表 10：先進国と新興国の景気連動



(注) 実線の矢印は正の要因、点線の矢印は負の要因を示す。
(出所) 大和総研作成

2.4 「FED vs. ECB」の軍配はどちらに？

米国での利上げの悪影響は不可避だが、過度の悲観は禁物

米国が利上げに向かうと予想される一方で、ECB は量的緩和を導入し、2015 年 3 月から月額 600 億ユーロの国債購入を 2016 年 9 月まで継続することを決定している。欧州の量的緩和は欧州金利の低下、先進国金利や新興国の外貨準備、金利スプレッドなどの変動を通じて世界経済を下支えすることが見込まれる。

最終的に、欧州の量的緩和は米国の利上げの悪影響を相殺することができるのだろうか？

この疑問に答えるべく、世界経済モデルを用いて試算した結果をまとめたものが**図表 11** だ。当社の試算結果から得られるインプリケーションは以下の 3 点である。

第一に、FED による利上げの悪影響を、ECB の量的緩和では相殺することは難しい。最も左の列に FED の利上げと ECB の量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017 年までの累計で世界経済を 0.25%程度押し下げる」ことが見込まれる。

第二に、米国自身も利上げの悪影響を受けるわけであり、現在の FED の方針として景気にネガティブな影響を与えるほどのペースで利上げを実施するスタンスではない。逆に言えば利上げをやるということはよほど米国の景気が良くなっていくということが前提条件となる。このため「米国の景気に中立的なペース」で利上げが行われた場合にどうなるかを考察しておくことがより現実的になってくる。そのようなケースでの試算値を、**図表 11** の最も右の列に示している。この試算値は、仮に FED の利上げが「米国の景気に中立的なペース」に収まるのであれば——言葉を換えれば、FED の利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、世界経済への悪影響はほとんどないということを示唆している。

第三に、もう一つ注目すべきポイントとして、「(中国以外の) 新興国は『テールリスク』ではなくなった」という点を強調しておきたい(中国については後述する)。確かにドル高によって新興国が金融面からネガティブな影響を受ける経路はモデル上でも確認された。しかし、その規模はドル高によって輸出が促進される効果で概ね相殺できるレベルにとどまっている。

図表 11：世界経済モデルによる試算値

		米国利上げ+欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ+ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
米国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.09%	-0.14%	0.09%	0.00%
	2017年	-0.27%	-0.34%	0.13%	0.00%
ユーロ圏	2015年	0.02%	0.00%	0.04%	0.01%
	2016年	-0.06%	-0.15%	0.14%	0.02%
	2017年	-0.25%	-0.39%	0.20%	-0.01%
新興国	2015年	0.01%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.08%	③ -0.12%	0.09%	-0.01%
	2017年	-0.24%	-0.31%	0.12%	-0.05%
世界	2015年	0.01%	0.00%	0.03%	0.00%
	2016年	① -0.08%	-0.13%	0.10%	② 0.00%
	2017年	-0.25%	-0.34%	0.14%	-0.02%

(注1) ベースラインからの累積乖離率。

(注2) 世界は米欧新興国の合計値(世界のGDPの約82%をカバー)。

(注3) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇。

(注4) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1,800億ユーロずつECBのバランスシート拡大。

(出所) 大和総研世界経済マクロモデルを用いて大和総研試算

2.5 なぜ新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？

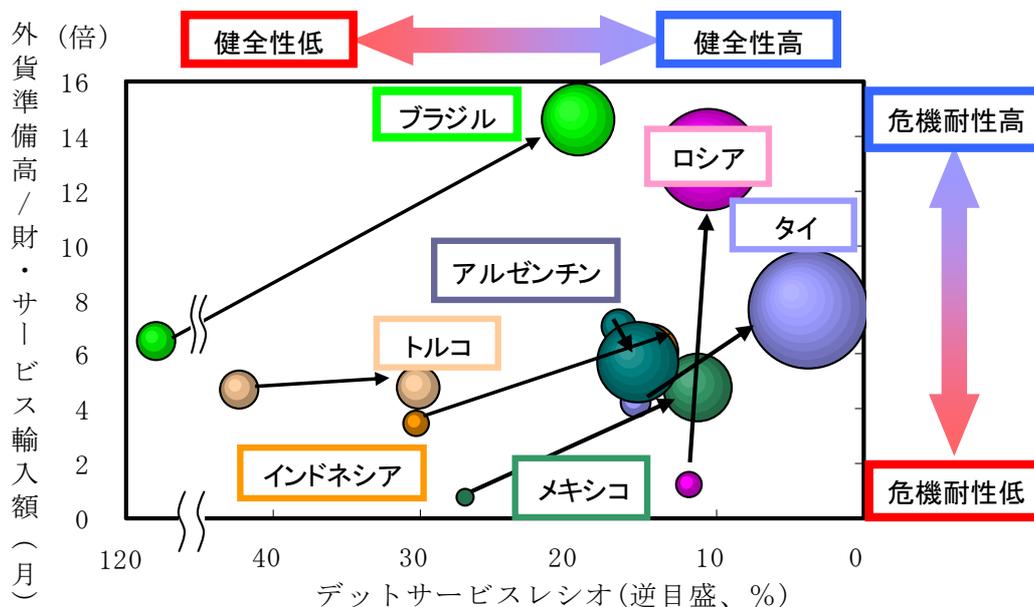
新興国のバランスシートは大幅に改善

なぜ（中国以外の）新興国は「テールリスク」ではなくなったのか？最大の要因は、新興国の対外的なバランスシートが大幅に改善されたことである。

図表 12 は、金融危機発生時からの新興国の危機耐性の変化を示したものである。各国とも過去の金融危機の教訓から、外貨準備を大幅に積み増している。絶対額が増加しているだけでなく、外貨準備の財・サービス輸入額（図表中の縦軸）や短期資本（図表中の丸の大きさ）に対する比率を見ても、各国とも概ね改善していることが分かる。さらに、財・サービス輸出金額に占める対外債務への元利払い費の割合として定義され、カントリーリスクを判断するための代表的な指標であるデットサービスレシオについても、各国とも危機発生時から概ね低下（改善）している。

勿論、これはあくまでも、「通貨危機のリスク」の低下を示すものにすぎない。ここで議論していない民間債務については過去数年、新興国において急激な伸びを記録している。米国の金融引き締めは、2013年の“Taper Tantrum”がそうであったように、新興国の景気に対して一定の下押し圧力をもたらすだろう。とは言え、これはあくまでも「景気の下振れ要因」であり、「通貨危機」のようなドラスティックな事態に陥るリスクが後退していることの意義は大きいものと考えられる。

図表 12：新興国の危機耐性



(注1) 矢印は危機発生時から2012年への変化を示す。

(注2) 危機発生時は、メキシコは1994年、タイおよびインドネシアは1997年、ロシアは1998年、ブラジルは1999年、トルコは2001年、アルゼンチンは2002年とした。

(注3) 丸の大きさは、外貨準備/満期1年以内対外借入残高。

(丸が大きいほど、危機耐性が高い)

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

2.6 米欧の金融政策が日本経済に与える影響は？

日本経済の大幅な減速や有事の円高を心配する状況にはない

ここまでの考察を踏まえたうえで、再度マクロモデルを用いて日本経済への影響を試算したものが**図表 13**だ。インプリケーションは以下の3点である。

第一に、米国が利上げに向かう中では日本経済も減速する影響は免れない。最も左の列に FED の利上げと ECB の量的緩和の効果が合算でどの程度になるかを試算した結果を示しているが、「2017年までの累計で日本の実質 GDP を 0.18%程度押し下げる」ことが見込まれる。

しかしながら、第二に、米国の利上げが景気に中立的なペースにとどまる限りにおいて、その悪影響は限定的である。**図表 13**の最も右の列に「米国の景気に中立的なペース」で FED が利上げを行う場合の試算値を示しているが、FED の利上げと並行して米国経済が好調であるのならば、日本経済への悪影響は極めて限定的だ。

第三に、新興国の「テールリスク」も大きく懸念すべき状況にはないため、「リスクオフ」進行に伴う大幅な円高や景気の大崩れを心配する必要は限定的であろう。**図表 13**の左から2列目に示している通り、米国の利上げは「有事の円高」ではなく、日米金利差の拡大を素直に反映したドル高・円安を招く可能性が高いだろう。

ただし、これらの結論はマクロモデルによる試算値をベースにしたものであり、一定の幅を持ってみる必要がある。また、より重要なポイントとして、これらの試算値はあくまでも「FED が金融市場を混乱させることなく、米国経済の好調さを背景として淡々と利上げを成功させる」ことを前提としている。すなわち、当社のマクロモデルによる試算値が示したような穏当なシナリオが実現するか否かは、前述したように FED の金融政策運営の手腕にかかっているのである。

図表 13：日本経済モデルによる影響試算値

		米国利上げ＋欧州量的緩和			「景気中立的」 米国利上げ＋ 欧州量的緩和
			米国利上げ	欧州量的緩和	
実質GDP	2015年	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%
	2016年	① -0.06%	-0.08%	0.05%	-0.01%
	2017年	-0.18%	-0.23%	0.09%	② -0.01%
輸出	2015年	0.02%	0.00%	0.07%	-0.02%
	2016年	-0.36%	-0.52%	0.34%	-0.03%
	2017年	-1.06%	-1.34%	0.50%	-0.05%
名目GDP	2015年	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
	2016年	-0.12%	-0.16%	0.09%	-0.05%
	2017年	-0.33%	-0.40%	0.13%	-0.10%
名目実効円	2015年	0.02%	-0.07%	0.20%	0.02%
	2016年	-0.71%	③ -0.92%	0.44%	-0.71%
	2017年	-1.50%	-1.73%	0.48%	-1.50%

(注1) ベースラインからの累積乖離率

(注2) 「米国利上げ」ケースは2015年10-12月期より利上げ開始、8四半期連続で25bpずつ10年物国債上昇

(注3) 「欧州量的緩和」ケースは2015年1-3月期から8四半期連続で1,800億ユーロずつECBのバランスシート増加

(出所) 大和総研短期マクロモデルを用いて大和総研試算

図表 14 : 日本経済・金利見通し

	2014. 10-12	2015. 1-3	4-6	7-9	(予) → 10-12	2016. 1-3	2013年度	2014年度	(予) → 2015年度	2016年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	1.2 -0.9	4.6 -0.8	-0.7 1.0	-0.8 1.0	0.7 1.0	1.3 0.1	2.1	-0.9	0.8	1.5
経常収支 (季調済年率、兆円)	10.7	15.5	16.9	17.6	17.9	18.0	1.5	7.9	17.8	18.4
失業率 (%)	3.5	3.5	3.3	3.4	3.3	3.3	3.9	3.6	3.3	3.2
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	2.7	2.1	0.1	-0.1	0.1	0.6	0.8	2.8	0.2	1.0
無担保コール翌日物 (期末、%)	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.40	0.34	0.40	0.38	0.35	0.40	0.46	0.37	0.38	0.55

(注) 予測値は原則として大和総研・第187回日本経済予測による。

(出所) 各種統計より大和総研作成