

2016年3月22日 全16頁

# 日本経済見通し：伊勢志摩サミットに向けた国際政策協調がカギ

## 海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

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

### [要約]

- 海外発で景気下振れリスクが強まる: 2015年10-12月期 GDP 二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+0.7% (前回: 同+0.7%)、2016 年度が同+0.9% (同: 同+0.9%)、2017 年度が同▲0.1% (同: 同▲0.1%) である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう (→詳細は、熊谷亮丸他「第188回 日本経済予測 (改訂版)」(2016年3月8日) 参照)。
- 伊勢志摩サミットに向けた国際政策協調がカギ: 世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復が未だ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引き締めがスタートしてしまっている」ことこそが、世界的な景気停滞感の根幹にある。今後の世界経済・金融市場下げ止まりに向けたカギは、伊勢志摩サミットを睨んだ、先進国と中国などによる政策協調である。新興国や資源国の経済が減速する中で、世界経済の成長は、新興国頼みから脱却して、先進国が牽引役にならざるを得ない。中国が資本規制導入などにより人民元切り下げを回避すると同時に、先進国は金融政策の発動余地が限定的な一方で、積極財政政策を打ち出す余地があるだろう。

## 1. 海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

### 海外発で日本経済の下振れリスクが強まる

2015年10-12月期GDP二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+0.7%（前回：同+0.7%）、2016年度が同+0.9%（同：同+0.9%）、2017年度が同▲0.1%（同：同▲0.1%）である。足下で日本経済は踊り場局面が継続しているものの、先行きに関しては、①在庫調整の進展、②原油安、③実質賃金の増加、④補正予算の編成、などの国内要因が下支え役となり、緩やかに回復する見通しである。ただし、中国を中心とする海外経済の下振れリスクには細心の注意が必要となろう（→詳細は、熊谷亮丸他「第188回 日本経済予測（改訂版）」（2016年3月8日）参照）。

### 2015年10-12月期の実質GDP成長率は前期比年率▲1.1%（前期比▲0.3%）

2015年10-12月期の実質GDP成長率（二次速報）は前期比年率▲1.1%（前期比▲0.3%）と、一次速報（前期比年率▲1.4%、前期比▲0.4%）から小幅に上方修正され、市場コンセンサス（前期比年率▲1.4%、前期比▲0.4%）も上回った。市場コンセンサスに比べて上振れしたのは、一次速報から下方修正されると予想されていた設備投資、一次速報から横ばいとみられていた在庫投資がいずれも上方修正されたことによるものである。今回の結果は、一次速報から小幅な修正に留まったことや、概ね市場コンセンサス通りであったことから特段のサプライズはない。また、日本経済が「踊り場」局面にあるという当社のこれまでの見方を再確認させる内容だと言える。

### 設備投資と在庫投資が事前予想に反して、小幅な上方修正

一次速報からの改訂内容を需要項目別に見ると、個人消費と公共投資が下方修正される一方で、設備投資と在庫投資が小幅に上方修正され、全体を押し上げた。

法人企業統計の結果などを受けて、設備投資が前期比+1.5%（一次速報：同+1.4%）と上方修正された。在庫投資は前期比寄与度▲0.0%ptと一次速報（同▲0.1%pt）から小幅な上方修正となり、市場予想（同▲0.1%pt）を上回った。形態別に見ると、在庫投資の4形態のうち「仕掛品在庫」と「原材料在庫」が上方修正され、「製品在庫」と「流通在庫」は横ばいとなった。個人消費は、寄与度が一次速報から横ばいであることから窺えるように、小幅な上方修正に留まった。公共投資の下方修正は、主に12月分の基礎統計を反映したものであり、ほぼ想定内の結果だと評価している。

他の項目については、住宅投資と輸入が一次速報から横ばいとなり、政府消費と輸出が一次速報から上方修正されたものの、GDPへの影響はほとんど見られない。

### 需要項目別動向：設備投資以外の主要項目が軒並み弱いという構図は変わらず

2015年10-12月期（二次速報）の結果に基づいて需要項目別の動向を改めて確認すると、個人消費は前期比▲0.9%（一次速報：同▲0.8%）と2四半期ぶりの減少となった。この背景としては、実質雇用者報酬が底堅く推移するなど雇用・所得環境の改善がプラスに作用した一方、家計の節約志向が続いている中で、暖冬に伴う衣料、暖房器具、エネルギーなどの季節関連商

品の不振が全体を押し下げたことが指摘できる。

住宅投資は前期比▲1.2%（一次速報：同▲1.2%）と4四半期ぶりの減少となった。GDPベースの住宅投資に先行する新設住宅着工戸数が、2015年年央から弱い動きとなっており、進捗ベースで計上される住宅投資も住宅着工から時間的なラグを伴って減少に転じた格好だ。

設備投資は前期比+1.5%（一次速報：同+1.4%）と2四半期連続の増加となり、持ち直しの動きが続いた。この背景としては、過去最高水準の企業収益を背景とする更新投資の増加などが指摘できる。

民間在庫品増加は前期比寄与度▲0.0%pt（一次速報：同▲0.1%pt）と2四半期連続のマイナス寄与となった。これまでの在庫の増加ペースが鈍化していると評価できよう。

公共投資は前期比▲3.4%（一次速報：同▲2.7%）と2四半期連続で減少した。過去の経済対策に伴う押し上げ効果はく落する中で公共投資の先行指標が総じて弱い動きとなっており、それに沿って公共投資もマイナス基調に入ったと評価する。

輸出は前期比▲0.8%（一次速報：同▲0.9%）と2四半期ぶりの減少となった。訪日外国人の増加などに伴うサービス輸出の増加がプラスに寄与した一方で、中国をはじめとする新興国経済の減速を背景に、貿易統計ベースの財の輸出が弱く、それが全体を押し下げたと考えている。輸入も前期比▲1.4%（一次速報：同▲1.4%）と2四半期ぶりに減少した。輸入の減少幅が輸出の減少幅を上回った結果、外需（純輸出）の寄与は同+0.1%pt（一次速報：同+0.1%pt）のプラスとなった。

#### 先行きの日本経済は、明確な牽引役が不在で下振れリスクを抱えた状態が続く公算

当社のメインシナリオに特段の修正はない。先行きの日本経済は、良好な雇用および所得環境の改善を背景とする個人消費の回復などがプラスに作用すると想定しているものの、明確なけん引役が不在で下振れリスクを抱えた状況が続く公算が大きい。特に、中国経済の下振れ、米国の「出口戦略」などを背景とするグローバル金融市場の動揺、「リスクオフ」の進行に伴う円高・株安など、我が国の景気下押しリスクが高まっている点には注意が必要である。当面の焦点としては、伊勢志摩サミット（5月26～27日）を睨んだ、先進国を中心とした協調的な財政政策の発動や、中国の本格的な景気テコ入れ策の有無が挙げられる。なお、GDP統計では「うるう年」調整が行われないため、例年より1日多い2016年1-3月期はやや強めの数字が出やすい傾向がある点に留意したい。

個人消費は、良好な雇用環境や所得環境の改善を背景に、概ね横ばいで推移すると見込む。所得面について確認すると、毎月勤労統計で見る実質賃金は、サンプル替えの要因などもあって2015年夏場から冴えない動きが続いたものの、足下で持ち直しの動きが出ており、雇用者数の増加傾向を考慮したマクロの実質雇用者所得（＝実質賃金×雇用者数）は底堅く推移している。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・アルバイトの賃金は緩やかな上昇傾向が続いていることに加え、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継続する見込みであることも、個人消費を下支えする要因になるとみている。他方、

2015年度に16年ぶりのプラスとなった年金改定率が2016年度は据え置きと決定されたことや、2016年春闘における賃金改定率が2015年（最終集計結果、前年比+2.20%）より縮小する公算が大きくなっている点には注意が必要だろう。

住宅投資は、先行指標である住宅着工戸数が弱含んでいることから、当面冴えない推移が続くとみられる。最近の住宅着工戸数については、建設コストおよび販売価格の上昇に加え、2015年に発覚したマンション施工におけるデータ偽装問題などが重石となっている。しかし、雇用・所得環境の改善や歴史的低水準の住宅ローン金利に加え、2016年度以降は、2017年4月に予定されている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から、住宅着工戸数は増加基調に転じるとみている。住宅着工から時間的なラグを伴って住宅投資も増加傾向に復する見込みである。

設備投資は、過去最高水準の企業収益などを背景とする更新投資の増加が支え役となり、緩やかな持ち直しが継続すると見込む。日銀短観などの設備投資計画調査では、非製造業を中心に前向きな姿勢が引き続き示されており、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、これまで同様、当社は企業マインドが製造業で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と考えている。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財の輸出が停滞し、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。

公共投資は、過去の経済対策による下支え効果が徐々に弱くなる中で、緩やかな減少傾向が続くと予想する。すでに、先行指標である請負金額および受注金額が弱い動きとなっており、基調としては、それに沿った形で推移すると考えている。ただし、2015年度補正予算と2016年度予算の前倒し執行が順調に進めば、2016年後半以降、公共投資は徐々に下げ止まる展開になるとみている。

輸出は、欧米経済の底堅さや堅調なサービス輸出などを背景に、強弱入り混じりながらも緩やかに持ち直すと考えている。ただし、海外経済の下振れリスクが高まっている中で、資源価格の急落や過剰生産能力に起因する世界的な工業部門の不振や、スマートフォン向け電子部品・デバイスの海外出荷が一旦減少する見込みであることなどを勘案すると、財の輸出が明確な増加基調に転じるのは今春以降にずれ込む公算が大きい。米国では家計部門を中心に底堅い景気拡大が続いているため、耐久消費財を中心に米国向け輸出の反転が見込まれる。欧州経済については、原油価格下落やECB（欧州中央銀行）による金融緩和政策の効果を受けて、個人消費を中心に持ち直しの動きが見られ、欧州向け輸出も振れを伴いつつ緩やかな増加基調が続くと考えている。アジア向け輸出は、スマートフォン向け電子部品・デバイス関連や、中国の過剰生産能力に起因する鉄鋼等の素材関連が引き続き重石となり、力強さに欠ける推移が続くだろう。景気の減速が続く中国に関しては、金融緩和政策や自動車販売促進策に伴う実体経済の底上げ効果が個人消費やサービス部門などで確認され始めており、消費財を中心として一段の需要減少は回避されるとみている。

## 2. 伊勢志摩サミットに向けた国際政策協調がカギ

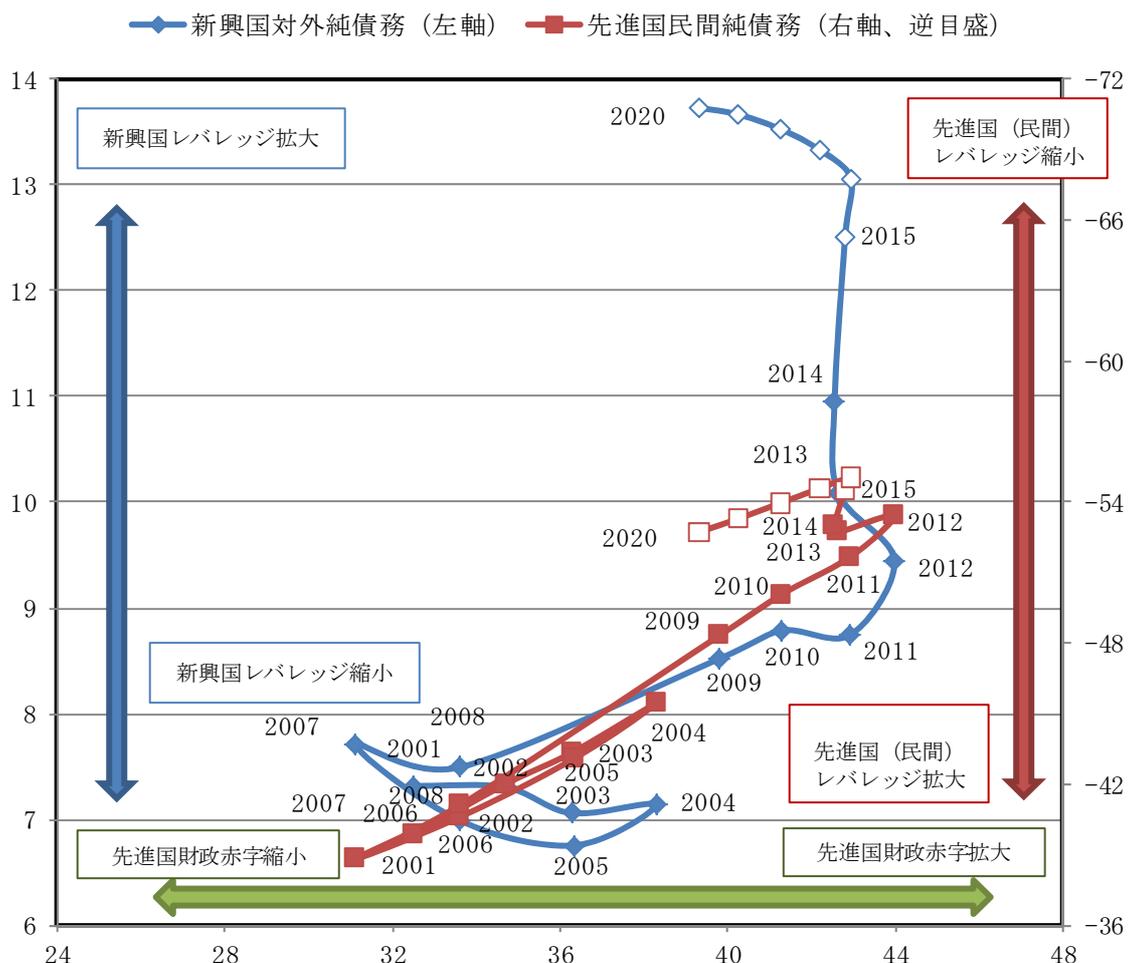
### 2.1 国際的な成長協調の重要性

#### 先進国の財政緊縮・金融引き締めは時期尚早？

世界的な金融市場の混乱が象徴するように、グローバルな景気の停滞感が増している。足下までの世界経済の動向を振り返ると、「好調な米国経済が需要を作り、ユーロ安の恩恵を受けた欧州が追随する」構造が存在していた。しかし、昨年後半頃から米国経済の減速懸念が強まり、世界経済を牽引するほどの力強さを期待できなくなったことが、停滞感の根底にある。

それでは、世界経済が再度回復・拡大に向かうためには何が必要になるのだろうか。本章ではこの問いに答えるべく、分析を進める。まず**図表1**で示すように、世界経済を「先進国政府・先進国民間部門・新興国」の3つの主体に分解することで、現状を構造的に把握していこう。図表の右軸は「先進国（民間）の純債務／世界 GDP（％）逆目盛」、横軸は「先進国（政府）の純債務／世界 GDP（％）」、左軸は「新興国の純債務／世界 GDP（％）」を示している。

**図表1：世界経済の現状：先進国（政府／民間）および新興国の債務レバレッジ**



(注1) 各指標は世界のGDP対比の割合(%)。2015年以降の白抜き部分はIMFの予測値

(注2) 右軸は「先進国（民間）の純債務／世界GDP(%)逆目盛」、横軸は「先進国（政府）の純債務／世界GDP(%)」、左軸は「新興国の純債務／世界GDP(%)」

(出所) IMFより大和総研作成

このチャートを用いて世界経済の大きなサイクルを振り返ると、まず、①先進国の民間セクターにおいて景気が悪化（右軸が上方シフト）すると、②先進国の政府が需要を肩代わり（横軸が右側にシフト）し、かつ、金融緩和を受けた資金流入により新興国需要が立ち上がる（左軸が上方シフト）。そして、この結果として、③先進国の民間セクターにおいて景気が十分に回復（右軸が下方シフト）すると、次第にインフレ（時として「バブル」）が発生し、先進国が調整期を迎えることで、再び①に回帰し、右軸が右上にシフトする。

こうした世界経済の長期的なサイクルを踏まえつつ現状を俯瞰すると、「先進国の民間需要の回復が未だ極めて緩慢であるにもかかわらず、財政緊縮・金融引き締めがスタートしてしまっている」ことこそが、世界的な景気停滞感の根幹にあることが分かる。そして、この需要の穴を埋めてきたのが、かつては新興国であった。しかし、次節以降で詳細に説明するように、米国の利上げを背景とした資金流出の最中で、新興国にこれ以上の需要創出を期待することは難しい。**図表 1**（2015 年以降の白抜きのデータ）に示す通り、未だ IMF は「今後も新興国のレバレッジが世界の需要を支える」との見通しを公表している。しかし、こうした楽観的な見通しは修正必至であると言わざるを得ない。

#### 伊勢志摩サミットに向けた課題

今後の世界経済・金融市場下げ止まりに向けたカギは、伊勢志摩サミットを睨んだ、先進国と中国などによる政策協調である。新興国や資源国の経済が減速する中で、世界経済の成長は、新興国頼みから脱却して、先進国が牽引役にならざるを得ない。中国が資本規制導入などにより人民元切り下げを回避すると同時に、先進国は金融政策の発動余地が限定的な一方で、積極財政政策を打ち出す余地があるだろう。

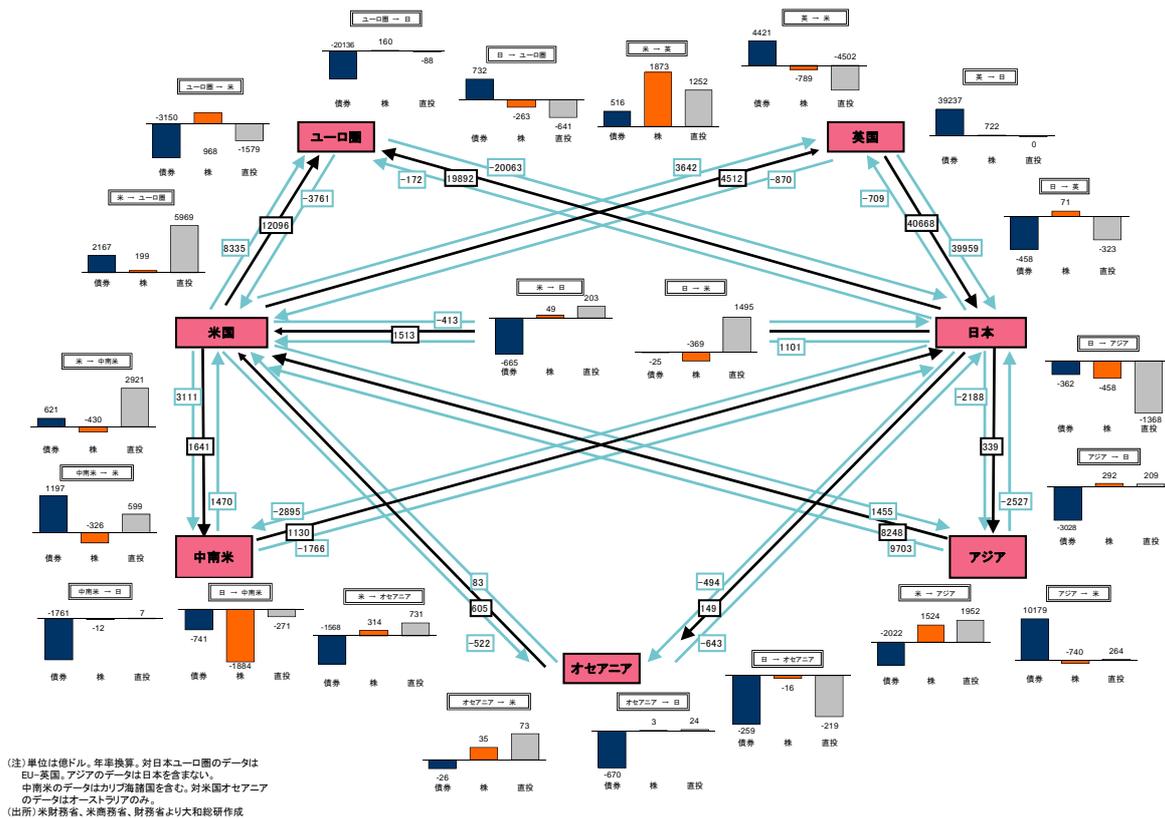
国際的な政策協調の柱としては、積極財政政策に加えて拙速な金融引き締めに対するけん制も重要だ。米国の政策金利の引き上げを受けた長期金利の上昇は、米国経済を減速させるのみならず、国際的な金利の裁定条件を通じて他国の金利をも上昇させる効果を有する。**図表 2** に世界的な投資資金の流れをまとめているが、米国はとりわけ「債券」の形で米国外から資金を調達し、逆に「エクイティ」の形で海外に資金を供給している。つまり米国を軸として「国際的な信用創造」が行われているということだ。この国際的な信用創造の構造の中で米国の金利が上昇すると、米国から世界に投資している資金の「要求収益率」が上昇し、世界中で金利が上昇することになる。結果的に、世界的な金利の上昇が、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。

## 世界経済モデルを用いた試算

以上の考察を踏まえたうえで、世界経済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 3**である。図表中の①の部分に示した通り、米国が拙速な利上げを行う場合、世界経済も減速を免れない。他方で、図表中の②の部分を見ると、「米国の景気に中立的なペース」でFEDが利上げを行う場合には、日本経済への悪影響は限定的なものにとどまるものと予想される。

図表 2 : グローバルマネーフロー (2014年)



図表 3 : 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%	-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

## 2.2 FED を中心とした「世界経済サイクル」の検証

### FED の「出口戦略」によって揺れ動く世界経済

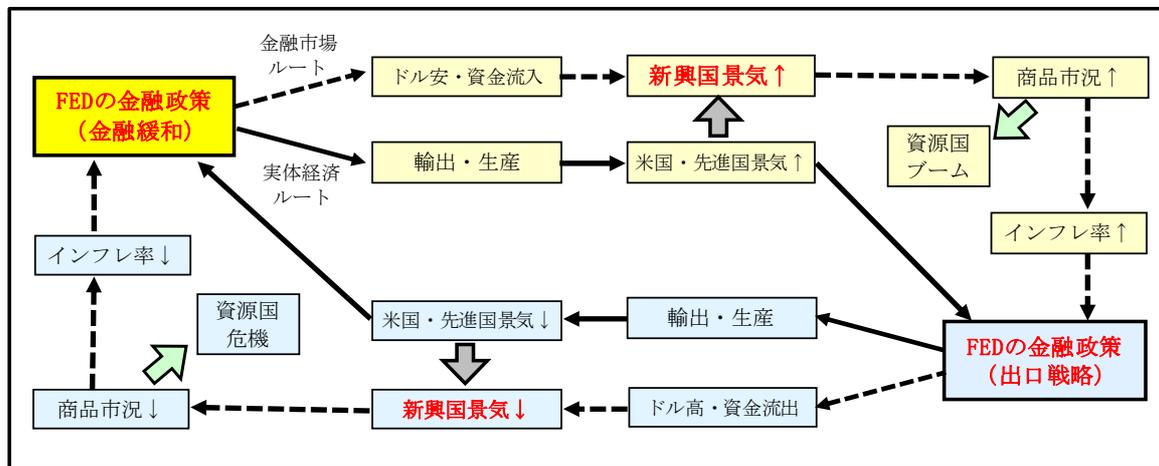
主要先進国の中央銀行に先駆けて、FED が 2015 年 12 月に利上げに踏み切った。この背景としては、個人消費を中心に国内経済が堅調であることや、雇用市場の改善が挙げられる。今回の利上げによって FED の金融政策は正常化に向けて大きく前進したわけである。しかし、他方で、これまでの FED の「出口戦略」が引き金となり、新興国経済が動揺し、グローバルな金融市場は大きな混乱に見舞われた。現在、世界経済の先行きにも急速に暗雲が広がっており、各国は今後の暴風雨を警戒する必要があるだろう。

歴史を振り返ってみると、FED の金融政策の変更は、これまでも世界経済とグローバルな金融市場に対して多大な影響を及ぼしてきた。その構図を非常に単純化すると、**図表 4** のようなサイクルで示すことができる。具体的な経路としては、①金融市場ルート、②実体経済ルート、の 2 つが重要となる。

図表中の FED の金融緩和から「出口戦略」までの局面を確認しよう。「①金融市場ルート」では、ドル安の進行と新興国への資金流入によって、新興国経済が過熱する。新興国経済の成長加速は、世界的な資源エネルギー需給を引き締めることを通じて、国際商品市況を上昇させ、それが世界各国のインフレ率を押し上げる。「②実体経済ルート」に関しては、ドル安に伴う輸出の増加や生産の拡大が米国経済を刺激し、他の先進国経済に対してもプラスに寄与する。その後、実体経済を反映した雇用市場の改善、インフレ見通しの高まりを総合的に勘案して、FED が「出口戦略」に踏み切ることとなる。FED の「出口戦略」から金融緩和までの局面は、上記と真逆のメカニズムによって引き起こされる。

当然、FED の金融政策と世界経済は非常に複雑に絡み合っており、ここまで指摘した構図は、それらの「一つの側面」を切り取ったものにすぎない点に留意する必要がある。以下では、この「世界経済サイクル」の海図を基に、現在世界経済が置かれている状況を確認し、FED の金融政策の先行きについて考察を行うことにしよう。

図表 4 : FED を中心とした「世界経済サイクル」



(出所) 大和総研作成

## ドル高と新興国からの資金流出が進行

まず、新興国通貨に対する総合的なドルの為替レートを示す名目実効ドル (OITP) によって、新興国からの資金流出の動向について確認する。

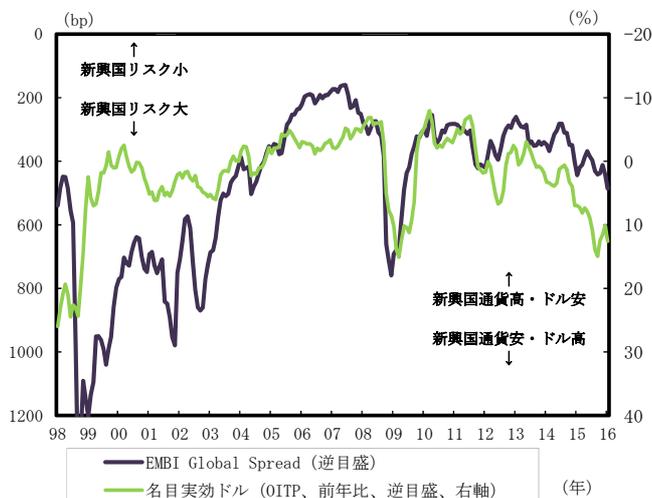
**図表 5** は、新興国の信用リスクを表す「EMBI Global Spread (EMBI スプレッド)」と、「名目実効ドル (OITP)」を示したものである。ここで、EMBI スプレッドは、新興国の国債利回りと米国の国債利回りの差を示しており、新興国の信用リスクが高まり (低下して)、新興国の国債利回りが急騰 (急低下) すると、上昇 (低下) するという関係にある。

両者は相互に影響を及ぼす関係にあることから、概ね連動して推移する傾向が確認できる。その理由は、例えば、FED の利上げによって、投資対象として相対的にドル資産の魅力 (収益率) が高まると、グローバルなマネーが新興国通貨からドルに還流 (=ドル高) すると同時に、資金流出に見舞われた新興国において信用不安が高まり、EMBI スプレッドが上昇するためである。また、2008 年のリーマン・ショックのようなグローバルな金融ショックが発生する場合には、先進国に比べて新興国の信用リスクの方が急速に高まるため、EMBI スプレッドの上昇とともに新興国から資金が流出して、ドル高が進行することになる。

近年の名目実効ドル (OITP) の推移を見ると、2013 年 5 月頃から「ドル高局面」に入っている (**図表 6**)。この背景には、2013 年 5 月のバーナンキ FRB 議長 (当時) による QE3 の縮小発言に起因するグローバル金融市場の混乱 (=いわゆる「テーパー・タントラム」) や、2014 年 10 月の FOMC で QE3 の縮小が決定されるなど FED の「出口戦略」が進んだことがある。こうした中、EMBI スプレッドも上昇しており、新興国の信用リスクが高まっている様子がうかがえる。

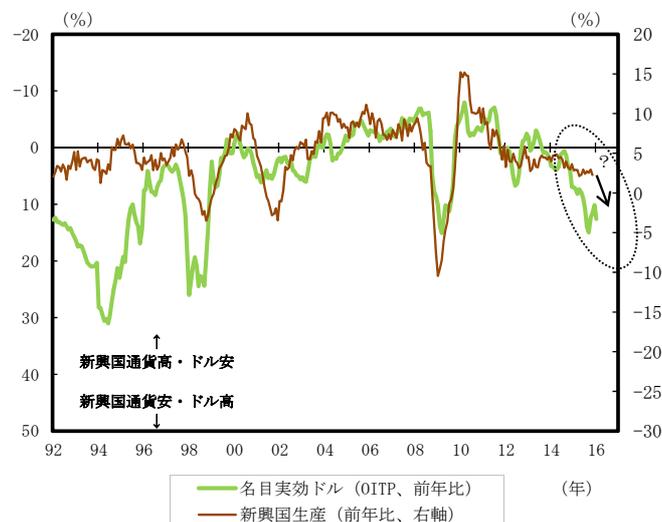
新興国からの資金流出は、投資の抑制と生産の減少を通じて、新興国の実体経済を下押しする点にも注意が必要であろう。実際、名目実効ドル (OITP) と新興国生産の推移を並べると、両者が概ね連動していることが確認できる。足下で、新興国生産の伸びは鈍化傾向にあるが、その一因として、新興国からの資金流出が挙げられる。今後に関しても、新興国からの資金流出に歯止めが掛からなければ、新興国の実体経済が一段と下押しされる可能性があるだろう。

図表 5 : EMBI スプレッドと名目実効ドル (OITP)



(出所) 米国FRB、オランダ経済政策分析局、JP Morgan/Haver Analytics  
より大和総研作成

図表 6 : 名目実効ドル (OITP) と新興国生産



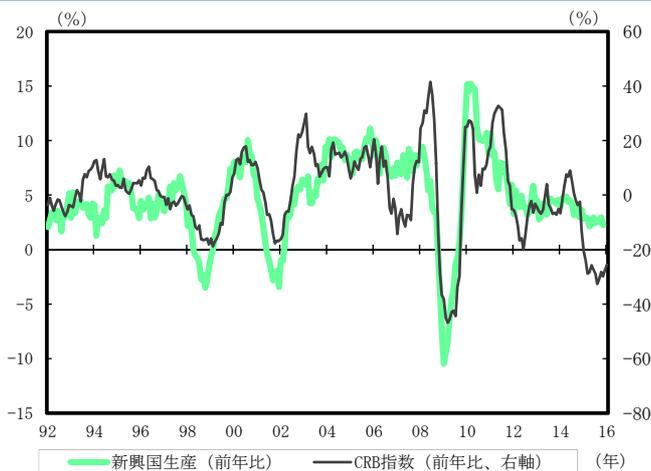
(出所) 米国FRB、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

## 新興国経済の減速が資源エネルギー価格の下落に拍車をかける

新興国は先進国に比べてエネルギー消費やインフラ投資の増加ペースが速く、新興国景気が悪化することになれば、世界的にエネルギー需要およびインフラ向け素材需要が低迷する。この結果、グローバルな商品需給が悪化して、国際商品市況が下落する。実際、2015年後半以降、中国をはじめとする新興国経済の減速に伴う需要減少懸念が商品市場で大きく材料視され、資源エネルギー価格の下落に一層拍車をかけている。特に、2015年8月の中国人民元の切り下げによって、中国経済に対する不透明感が急速に高まり、国際商品市況が大きく崩れたことは記憶に新しいところだろう。

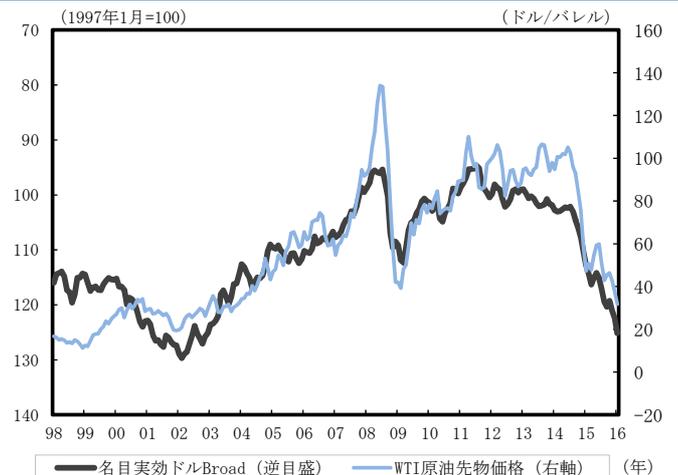
実際、新興国生産と、国際商品市況の代表的な指標である CRB 指数は、長期的に連動する傾向が見られる（**図表 7**）。現在、新興国生産の伸びが鈍化する中で、CRB 指数が大きく落ち込んでおり、需要要因がマイナスに作用しているとみられる。両者の乖離は、CRB 指数を構成する商品の中で大きなウエイトを占める原油価格の急落が主因である。原油価格については、FED の「出口戦略」に伴う商品市場から通貨ドルへの投資資金の流出（＝ドル高）や、世界の流動性（ワールドダラー）の縮小なども大きく影響を及ぼしている（**図表 8**、**図表 9**）。

**図表 7：新興国生産と資源価格**



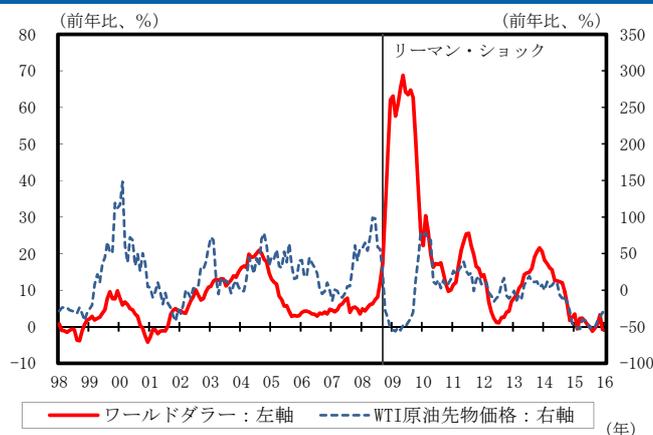
(出所) オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

**図表 8：名目実効ドルと WTI 原油先物価格**



(出所) FRB、NYMEX、Haver Analyticsより大和総研作成

**図表 9：流動性（ワールドダラー）と原油価格**



(注) ワールドダラー＝米国ベースマネーと海外公的機関の保有する米国財務省証券。

(出所) FRB、NYMEX、Haver Analyticsより大和総研作成

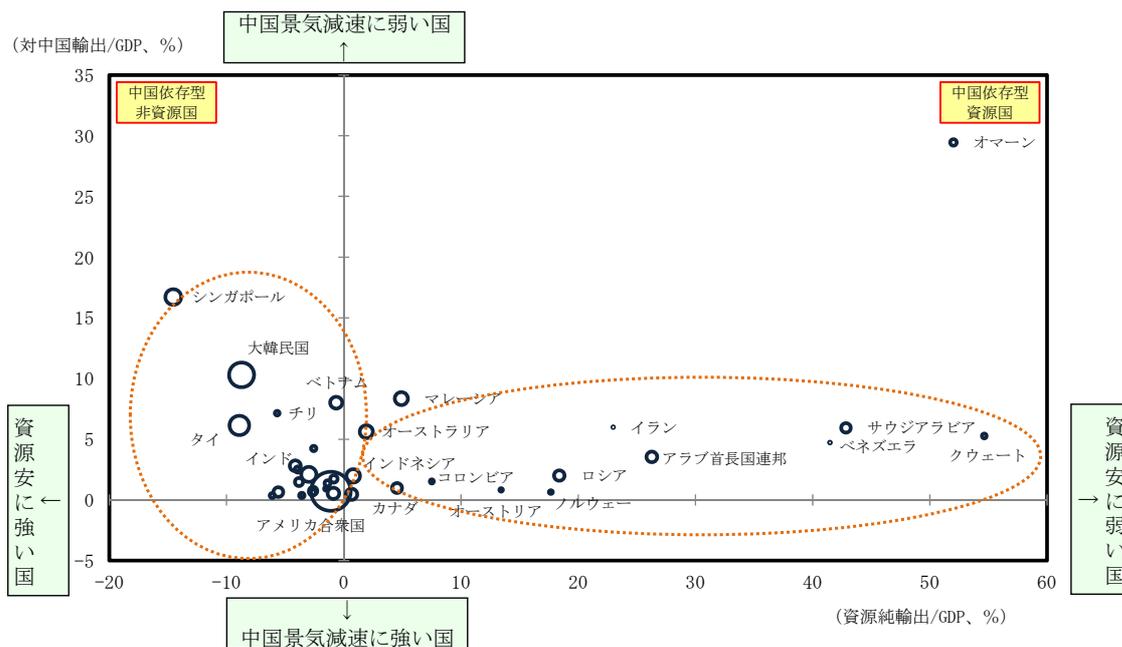
## 中国経済減速と資源価格下落の影響が大きい国はどこか？

ここまで、米国を中心とする世界経済サイクルにおいて、中国をはじめとする新興国経済の減速と国際商品市況の急落が大きな焦点になっていることを確認してきた。それでは、これら2つの要因の悪影響を大きく受ける国はどこなのだろうか。以下では、日本の輸出相手国という視点を踏まえたうえで、各国の立ち位置を比較することにした。

**図表 10** は、世界の主要国を「①中国経済」、「②資源価格」という2つの切り口で分割したものである。横軸は、原油などの鉱物性燃料の純輸出額に対する名目 GDP の比率であり、資源エネルギー価格の変動が国内景気に及ぼす影響度を測る指標である。縦軸は、各国の中国向け輸出に対する名目 GDP の比率となっており、中国の景気変動が輸出の減少を通じて各国の国内経済に及ぼす影響度を示している。つまり、この図では、右に位置する国ほど資源純輸出に対する依存度が高いため、国際商品市況の悪化によって国内経済が下押しされやすい。また、上に位置する国ほど中国向け輸出依存度が高く、中国経済の減速に弱いことになる。さらに、図中の円の大きさは日本の輸出額に比例している。

国際商品市況悪化の影響を大きく受ける国は中東をはじめとする資源国であるが、これらの国の円の大きさは小さく、日本の輸出相手国という観点では、さほど重要な位置を占めていない。他方、中国経済減速の影響を大きく受ける国はアジアに多く見られ、それらの国は日本の輸出先としても非常に重要であることが分かる。このため、現在、世界経済サイクルの中で日本経済が注視すべき問題は、輸出を通じた実体経済ルートの影響に限定すれば、原油価格の急落よりも中国経済の減速だと言える。さらに注目したいのは、GDP の約7割を個人消費が占める米国経済は、資源価格と中国経済のいずれに対しても、ほぼ中立的な位置にいることである。世界経済の行方は、その米国経済が今後上下のどちらに振れるかに掛かっていると見えよう。

図表 10：世界各国の中国経済と資源価格からの影響の受けやすさ



(注1) サウジアラビアとベネズエラの資源純輸出は2013年、イランの資源純輸出は2011年、その他は2014年。

(注2) 図中の円の大きさは日本の輸出額に比例している。

(出所) IMF、国連、財務省統計より大和総研作成

## FED は次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況へ

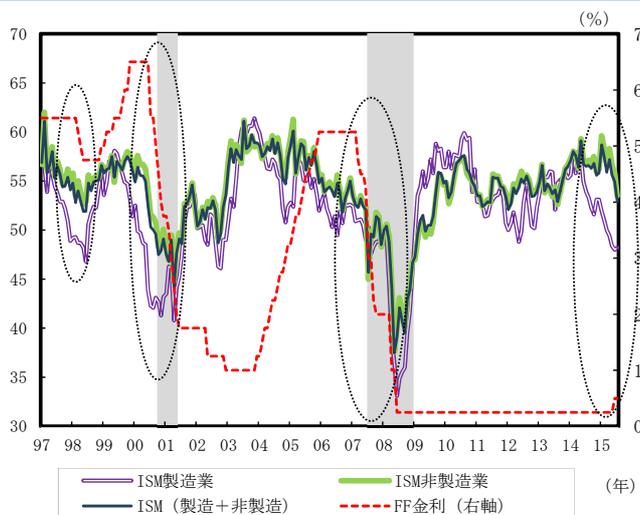
最後に、米国経済の動向を通じて、世界経済サイクルの現局面を探ることにしよう。まず、米国のISM景況感指数とFF金利の推移を示したのが**図表 11**である。ISM景況感指数は、米国経済に対する先行性が高いことに加えて、これまでも金融政策を占うための重要な指標となってきた。1990年代後半以降の三度の利下げ局面を見ると、製造業と非製造業の双方が大きく悪化する状況下で、FEDが利下げに踏み切ったことが分かる。現状を確認すると、製造業と非製造業のいずれもが低下傾向にあり、利下げ局面に似た状況に入っているものと考えられる。

続いて、米国の景気循環に観察される「成熟化」という観点から、FF金利の先行きについて検討してみたい。米国では景気拡大が「成熟化」して終盤に差し掛かる少し前に、家計部門支出（個人消費、住宅投資）の成長が鈍化し、その後、企業部門支出（設備投資）が急速に悪化することによって景気後退局面に突入するというサイクルを繰り返している（**図表 12**）。さらに、このサイクルとFF金利の間にも一定の関係性を見出すことができ、「企業部門支出－家計部門支出」が上昇する局面で利上げが行われ、低下する局面で利下げが実施される傾向にある。

足下では、米国の家計部門に頭打ち感が見られる中で、ドル高や原油価格急落などを背景に企業部門支出が大幅に悪化しており、2015年7-9月期以降、「企業部門支出－家計部門支出」がマイナス圏で推移している。さらに先行きについても、企業部門が一段と下振れするリスクが高まっていることを踏まえると、「成熟化」とFF金利の関係性からは、利下げ局面が迫っているとの判断すら可能であろう。

以上のような、ISM景況感指数や景気循環の「成熟化」という観点に立てば、FOMCの参加者が見込んでいる年4回程度の利上げペース（2015年12月時点）は速すぎる。むしろ、FEDは次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況にあり、米国経済が一段と減速するような場合には、利下げすら必要になると考えられよう。

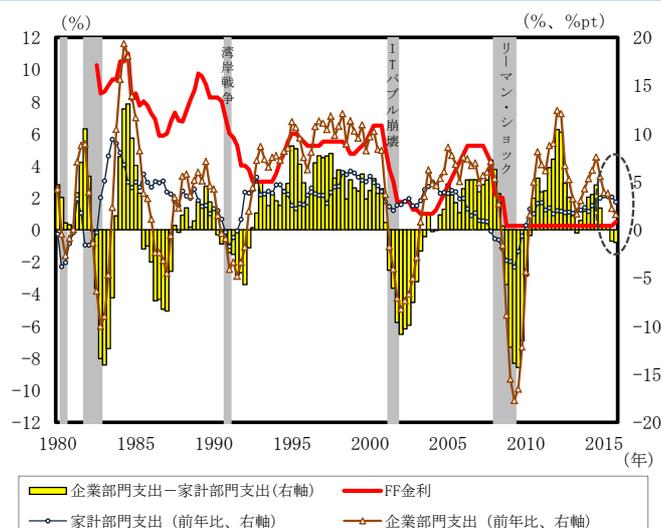
図表 11：米国の企業マインドとFF金利



(注) シャドーは米国の景気後退期。

(出所) 米国ISM, Haver Analyticsより大和総研作成

図表 12：米国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。

(注2) シャドーは米国の景気後退期。

(出所) Haver Analyticsより大和総研作成

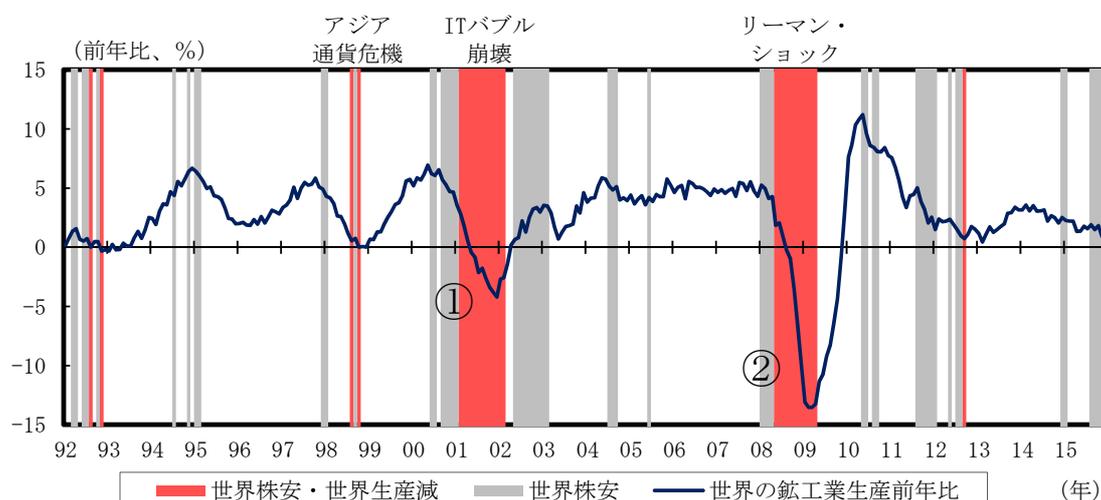
## 2.3 グローバル経済は三度目の深刻な「世界株安・世界生産減」局面入りの瀬戸際

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13**）。「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。

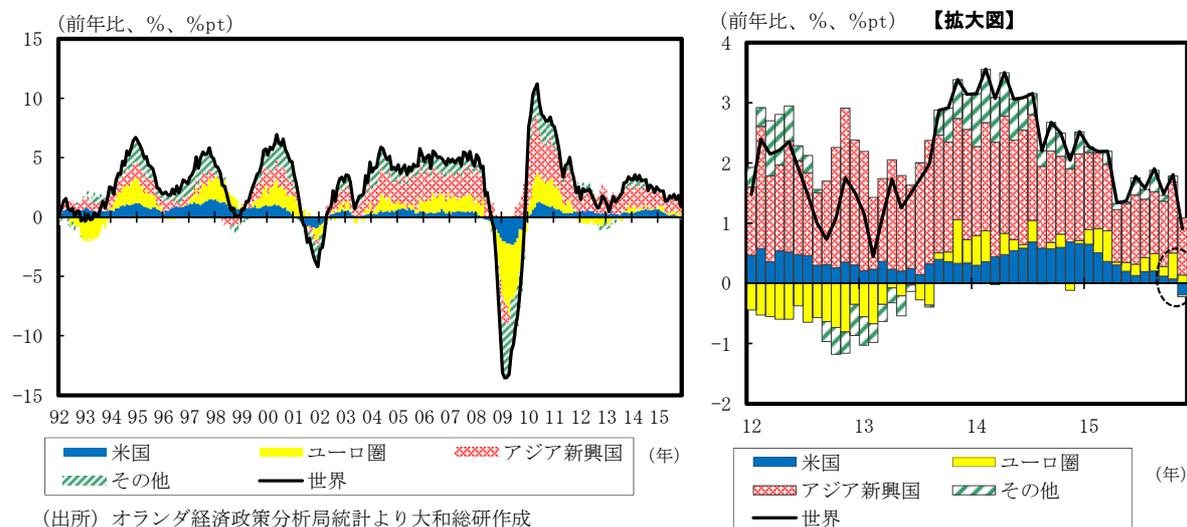
足下の動向を確認すると、世界的な企業部門の弱さを背景に、世界生産の伸びは着実に鈍化している。さらに、世界生産の地域別要因分解を見ると、2015年11月に米国がマイナスに転じている点にも警戒が必要だ（**図表14**）。まさにグローバル経済は、1990年代以降で三度目となる深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際に立たされていると言えよう。

**図表13：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

**図表14：世界生産の地域別要因分解**



(出所) オランダ経済政策分析局統計より大和総研作成

## 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 15）。

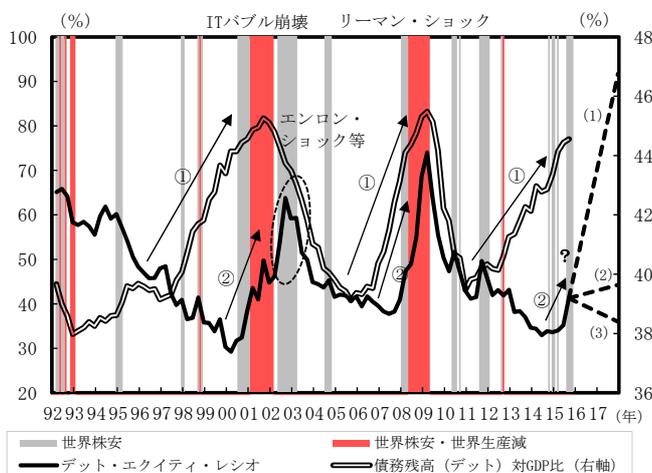
足下の状況を見ると、①から②の段階へと移り始めている。これは、FED の大胆な金融緩和などを背景に高値を維持していた米国株価が 2015 年後半から弱含み、デット・エクイティ・レシオの分母（＝エクイティ）が低下し始めたことによるものである。

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、(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、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、その後のグローバルな金融市場の混乱を背景に、米国株価も大幅な調整を余儀なくされており、デット・エクイティ・レシオが大きく上昇する可能性が高まってい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 16）。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」の可能性が高ま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。

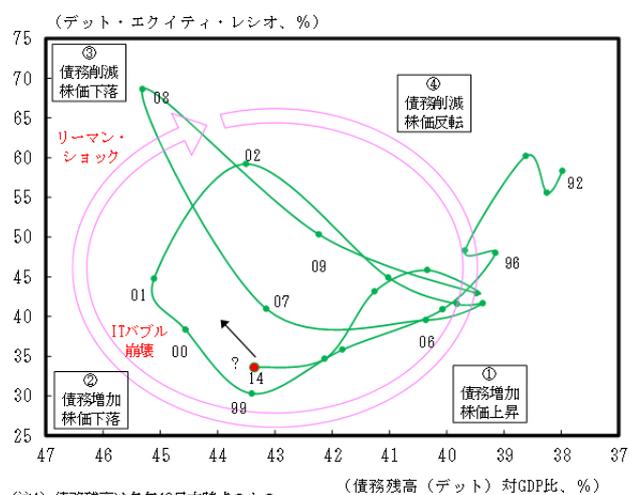
こうしたサイクルが生じるメカニズムとしては、①景気拡大局面における企業の投資拡大（＝債務増加）と株高、②それまでの行き過ぎた株高の調整と企業のバランスシートの悪化（＝債務増加）、③景気が後退する中で企業のバランスシート調整（＝債務削減）と株価の下落、④債務削減の動きが終盤を迎える状況下での株価反転、という循環構造が指摘できよう。

図表 15：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、(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 16：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の。  
 (出所) FRB、Haver Analyticsより大和総研作成

## FEDの「出口戦略」でクレジット市場の緊張が高まる

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きた（図表17）。

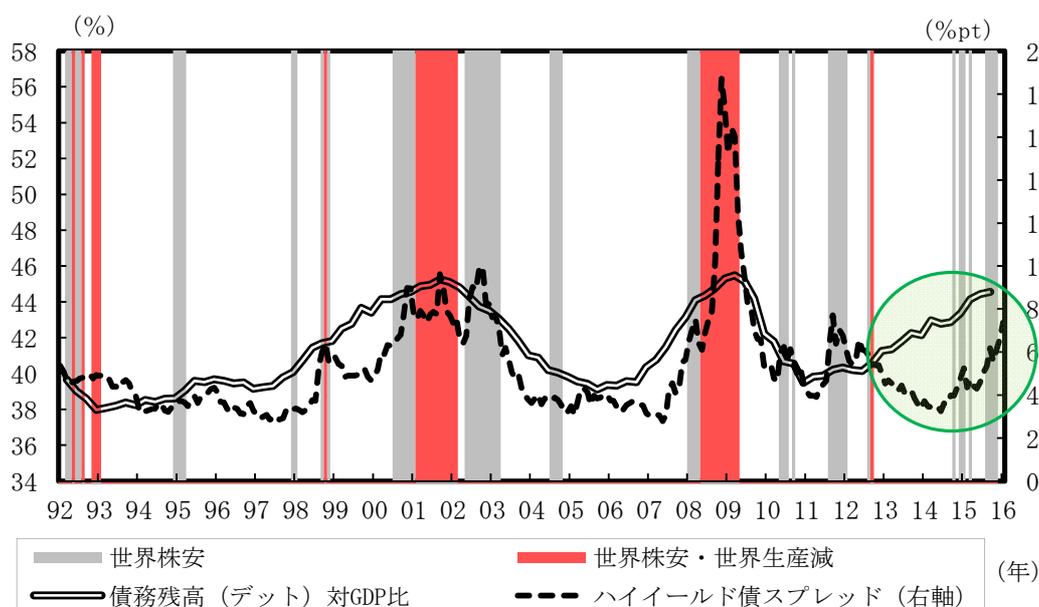
この背景としては、FEDの大胆な金融緩和に伴い「流動性相場」が現出し、ハイイールド債の利回りが過度に抑圧されていたことなどが考えられる。すなわち、米国のクレジット市場はいわば「ミニ・バブル」的な状況にあったと評価できよう。しかし、FEDが利上げに転じ、ハイイールド債に対しても企業の債務状況に見合った利回りが要求される中で、ハイイールド債スプレッドも上昇基調を強めている。

### 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の利上げペースはFOMCの参加者の見通し（2015年12月時点、年4回程度）よりも緩慢だと予想している。むしろ、FEDは次の一手として「利上げ休止」を検討すべき状況にあり、米国経済が一段と減速するような場合には利下げすら必要になるため、金融市場や実体経済を大きく動揺する可能性は限定的だとみている。とはいえ、ひとたびFEDが対応を誤れば、世界経済が三度目の「世界株安・世界生産減」に陥るリスクが存在することから、引き続きFEDの金融政策の動向を慎重に見極めていく必要があるだろう。

図表17：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－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

図表 18 : 日本経済・金利見通し

	(予) →					(予) →				
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
実質GDP (前期比年率%) [前年比%]	-1.1 0.7	0.5 -0.1	1.0 0.4	1.2 0.4	1.5 1.1	2.7 1.6	-1.0	0.7	0.9	-0.1
経常収支 (季調済年率、兆円)	19.6	19.8	20.0	19.8	20.1	19.3	7.9	17.7	19.7	22.1
失業率 (%)	3.3	3.2	3.2	3.2	3.2	3.1	3.5	3.3	3.2	3.1
消費者物価指数 (生鮮食品除く総合、2010=100) [前年比%]	0.0	-0.1	-0.3	-0.0	0.3	0.8	2.8	-0.0	0.2	2.0
	2015.10-12	2016.1-3	4-6	7-9	10-12	2017.1-3	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度
国債利回り (10年債最長期物) (期中平均、%)	0.29	0.01	0.00	-0.05	-0.05	-0.10	0.46	0.27	-0.05	-0.10

(注) 予測値は原則として大和総研・第188回日本経済予測改訂版による。

(出所) 各種統計より大和総研作成