

2019 年 1 月 23 日 全 9 頁

日本経済見通し：2019 年 1 月

世界経済の拡大を終わらせるのは誰か？

経済調査部

エコノミスト 小林 俊介

研究員 廣野 洋太

[要約]

- 世界経済見通しの下方修正が相次いでいる。一部には「2008 年の世界金融危機以降、10 年以上に亘って続いてきた景気拡大が遂に終わり、早ければ 2019 年にも後退期に突入するのではないか」との声も上がり始めている。本稿では、景気拡大の持続性を巡り、短期循環的な視点と長期構造的な視点を分解整理しつつ、拡大終焉シナリオのトリガーを引く、最後のカタリストを探る。
- まず短期循環的な視点から言えば、2018 年の世界経済の減速は、2017 年の成長加速を支えた特殊要因が剥落した点に求められ、過度な悲観を要するものではない。2019 年も減速は続く公算が大きい。こうした特殊要因や在庫調整要因は、各国経済を景気後退に陥らせるほどには強くない。また、遠からぬ先に 2019 年の減速要因は再度消失して、世界経済は底入れに向かう公算が大きい。
- こうした楽観論に影を落とすのが長期構造的な議論である。より端的に言えば、懸念材料の中心は、世界経済に対してより長く大きな影響を与える資本ストック循環であり、その裏側で軌を一にして振幅するクレジットサイクルである。世界経済の資本ストック循環は既に「成熟化」の局面を迎えている。従って、「何かカタリストがあれば」、いつ調整が始まってもおかしくはない。
- 景気後退のトリガーを引くカタリストを予測することは困難を極める。しかし予見可能な範囲では、FRB の金融政策がリスクの筆頭格であることは疑いの余地が少ないだろう。過去の拙速な利上げを受け、景気後退のサインとなる長短金利の逆転が近づいている。また、既に過去のバブル期の水準を上回っている米国企業の債務レバレッジを抑制する目的で保有資産の圧縮が進められているが、この政策は当面継続する。社債コストの上昇を受けたクレジットサイクルの「逆回転」が発生するリスクが現実味を帯びてきた。

総悲観に振れる世界経済見通し

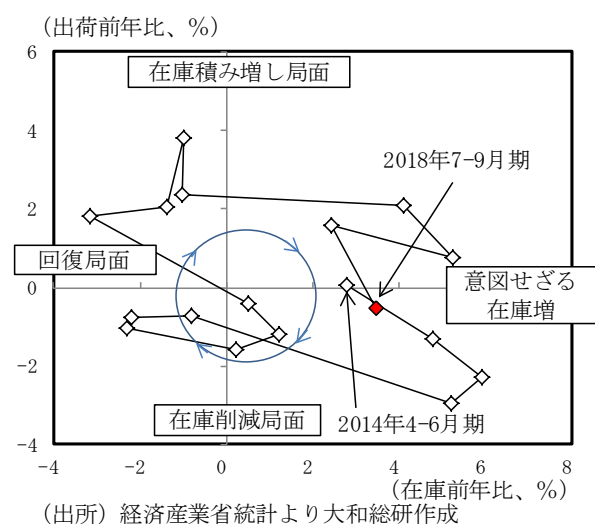
前月号「[2019年の日本経済見通し](#)¹」でも詳述したように、現在発生している日本経済減速の背景はシンプルだ。2017年に揃っていた二つの好材料が剥落したにすぎない。まず、一つ目の好材料であった在庫循環は「積み増し」局面から「意図せざる在庫増」局面に突入しつつある（**図表1**）。いずれ「在庫調整」局面を迎える可能性が高い。加えて、もう一つの好材料であった輸出の増加は、世界経済の減速を反映する形で頭打ちの様相を呈している（**図表2**）。

そして世界経済見通しの下方修正は、現在も続いている。たとえば、1月21日に発表されたIMFの見通しでは、世界経済の成長率は2018年+3.7%、2019年+3.5%、2020年+3.6%と、いずれも2017年実績の+3.8%を下回る水準へと下方修正された。なお、1年前の同見通しが予測した数値は2018年+3.9%、2019年+3.9%であったから、それぞれ▲0.2%pt、▲0.4%pt、累計して▲0.6%ptの下方修正幅となる。

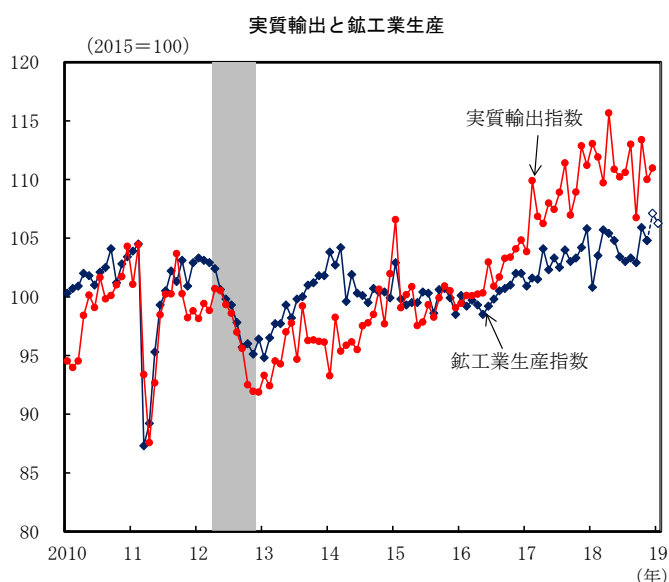
IMFに限らず、2018年10月以降の金融市場混乱と並行して、各種経済見通しの数値は官民を問わず下方修正が続いているようだ。一部には、2008年の世界金融危機以降10年以上に亘って続いてきた景気拡大が遂に終わり、早ければ2019年にも後退期に突入するのではないかと、との声も上がり始めている。

そこで本稿では、景気拡大の持続性を巡り、短期循環的な視点と長期構造的な視点を分解・整理しつつ、拡大終焉シナリオのトリガーを引く最後のカタリストを探る。

図表1：在庫循環



図表2：日本の実質輸出、鉱工業生産



（注1）シャドウは景気後退期。

（注2）鉱工業生産の直近2ヶ月は製造工業生産予測調査の値。

（出所）日本銀行、経済産業省、内閣府統計より大和総研作成

¹ 小林俊介・廣野 洋太「[2019年の日本経済見通し](#) 外需足踏み・在庫調整で減速/内需成長の鍵を握る原油価格と増税対策」（大和総研レポート、2018年12月18日）

2018 年の減速は、2017 年の「反動」と循環的な「調整」

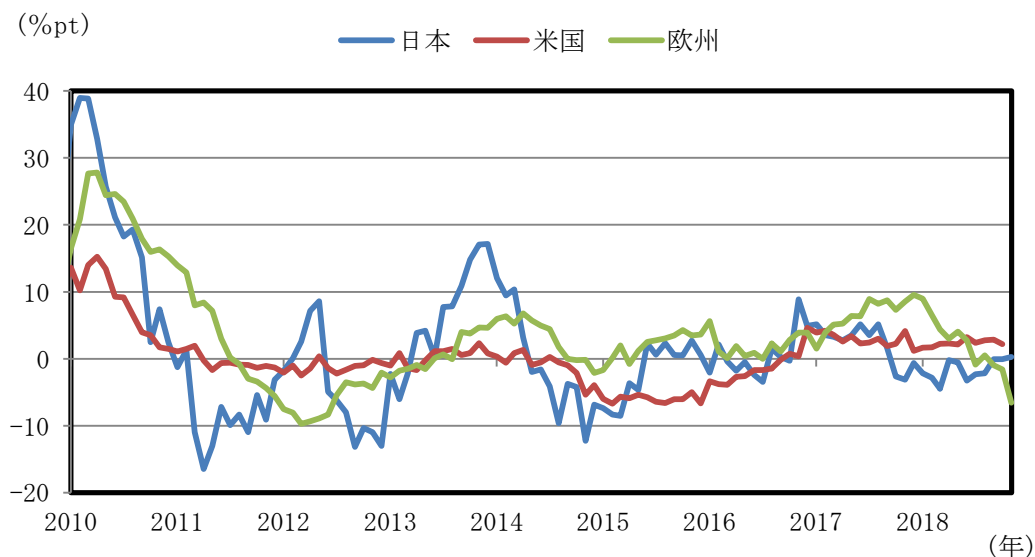
まず短期循環的な視点から言えば、上述した見通しの下方修正は、単なる見込み違いの調整にすぎない。1 年前の世界経済見通しで描かれたバラ色のシナリオは、単純化して言えば、「2017 年の実績値に、米国の減税効果を加えた」だけの安易な予測であった。しかし「[日本経済見通し：2017 年 10 月](#)²」などでも指摘してきたように、2017 年の成長率は三つの特殊要因により底上げされている。その特殊要因とは、①世界的な在庫循環の好転、②共産党大会を控えた中国経済の加速、③財政緊縮から拡張への移行に伴う欧州経済の回復である。

そして、これらの効果が剥落することを踏まえれば、2018 年の減速は当然に見込まれるべきものであった。逆に言えば、2018 年の秋以降に進められている世界経済見通しの下方修正は、楽観的すぎた見通しが正常値へと近づけられるプロセスでしかない。

2019 年は減速。循環的な視野に立てば 2020 年に底入れ

これらを踏まえた上で 2019 年を展望すると、「[日本経済見通し：2018 年 11 月](#)³」でも詳述したように、世界経済の足踏み傾向は続く可能性が高い。まず米国の減税効果は剥落する。そして世界的な在庫調整は当面続く。ドル金利の上昇は一旦停止する可能性が高いが、ECB の量的緩和終了を受けユーロ圏で同様の現象が発生する可能性が高い。

図表 3：日米欧の出荷在庫バランス



(注 1) 欧州はEU28。欧州のみ生産指数前年同月比－在庫DI前年同月差。

(注 2) 災害要因を均すため、日本の2018年9-10月のデータは平均値を算出した。

(出所) 各国統計より大和総研作成

² 小林俊介「[日本経済見通し：2017 年 10 月](#) 『政治の季節』の注目点 / 『いいとこ取り景気』の光と影」(大和総研レポート、2017 年 10 月 20 日)

³ 小林俊介・廣野洋太「[日本経済見通し：2018 年 11 月](#) 『日本経済減速・世界経済減速・米国一強』の本質と2019 年の展望」(大和総研レポート、2018 年 11 月 21 日)

他方で、原油価格下落は工業国を中心とした世界経済への朗報である。これにより米中間での関税の引き上げに伴う悪影響は、現時点で公表されている規模から拡大しない限りにおいて、その大部分が相殺される公算が大きい。

従って減速はあくまで緩やかなペースにとどまる見通しであり、一部で囁かれている「景気後退シナリオ」を肯定するようなマクロ環境は、少なくとも短期循環的な視点から見る限り、想定しがたい。**図表 3** で確認すると、2008 年の世界金融危機以降の長い景気拡大局面の中で、在庫循環は 3-4 年程度の幅を持って世界経済を加速／減速させてきた。しかし在庫調整要因は各国経済を景気後退に陥らせるほどには強くない。また、自明ながら、在庫調整は無限に続くものではない。2020 年にかけて、2019 年の減速要因は再度消失し、世界経済は底入れに向かう公算が大きい—これが短期循環的な視座に立ったメインシナリオとしては妥当だろう。

2008 年の世界金融危機以降、10 年間続いた景気拡大に「成熟化」の兆し

こうした楽観論に影を落とすのが長期構造的な議論である。より端的に言えば、懸念材料の中心は、世界経済に対してより長く大きな影響を与える資本ストック循環であり、その裏側で軌を一にして振幅するクレジットサイクルである。

「[日本経済見通し:2017 年 9 月](#)⁴」でも詳説したように、世界経済の資本ストック循環は既に「成熟化」の局面を迎えている（その程度は**図表 5-7** に示す通り、各国・地域によって多少の差異が存在するが）。従って、「何かカタリストがあれば」、いつ調整が始まってもおかしくはない。

そして通説によれば、設備投資と与信のサイクルは 10 年程度で繰り返されるとされている。しかし、実際には**図表 4** に示すように、実際の資本ストック循環は 10 年±3 年程度で発生している（その分、調整の大きさも増減している）。従って、遠からぬ先に「調整が起こる」ことは予見されているものの、その時期はわからないのが現状、と言えるだろう。

何が景気拡大を終わらせるのか？

結局のところ、問題の本質は「今回は何がカタリストとなるのか」という点にある。

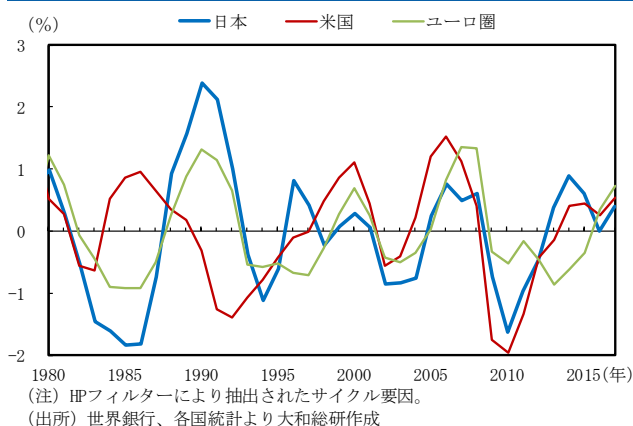
経済の拡大均衡は、旺盛な設備投資と緩和的な与信が続く限りは維持される。しかしその過程において蓄積された過剰投資や過剰債務が、なにがしかの「ショック」により一気に調整し、設備投資の凍結と貸し剥がしが経済を縮小均衡に陥れる、というプロセスが、過去においては幾度となく繰り返されてきた。

振り返ると、肥大化した資本ストックと与信過剰が逆回転を起こし始める端緒となったのは、リーマン・ショック、エンロン・ショック、アジア通貨危機、ロシア債務危機や、ブラック・マンデーなど、いずれも象徴的な事件であった。

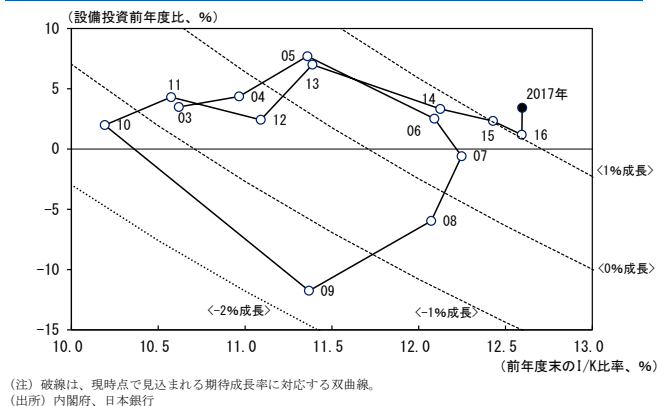
⁴ 小林俊介「[日本経済見通し：2017 年 9 月](#) 17 年度+1.7%、18 年度+1.3%／世界経済の拡大局面は何合目まで到達したのか」（大和総研レポート、2017 年 9 月 20 日）

こうした「事件」の突発的な発生を予期することは困難を極める。しかし「旺盛な設備投資と緩和的な与信と景気拡大の同時進行」という均衡が崩れる条件を探る、ということであれば、注目に値する「炭鉱のカナリア」が何羽か存在しそうだ。

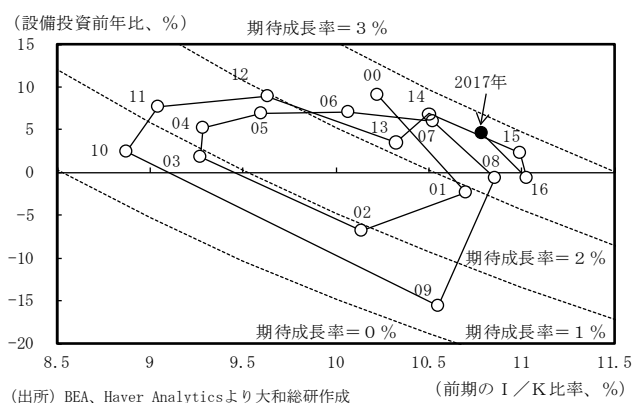
図表 4：日米欧の投資率（トレンドからの乖離幅）



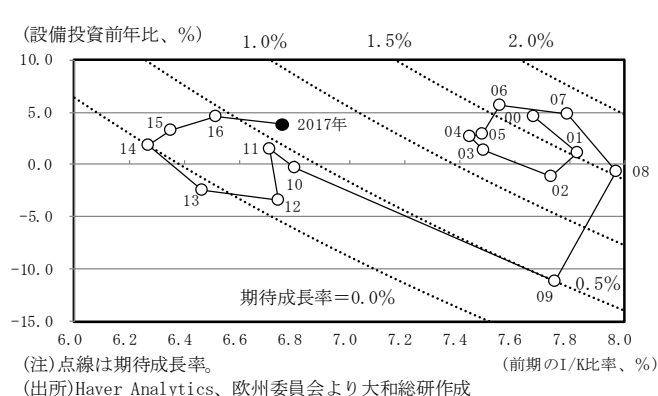
図表 5：日本の資本ストック循環図



図表 6：米国の資本ストック循環図



図表 7：欧州（ユーロ圏）の資本ストック循環図



貸出態度の反転を促す「逆イールド」の問題

その中でも最も代表的なものは、「逆イールド」だろう。図表 8 に示す通り、過去において、世界経済の趨勢を決める米国の景気拡大が終わり、景気後退に入る直前には、ほぼ例外なく「長短金利の逆転現象」が米国で確認されてきた。

もともと、この発見は何も目新しいものではない。卵と鶏の議論となるが、そもそも、長短金利の逆転は、債券市場から見た場合、将来の景気減速（後退）を意味している。より本質的には、与信機関から見た場合、長短金利が逆転するということは、「貸出を増やせば増やすほど損をする」ことを意味する。結果として貸し渋り・貸し剥がしが発生し、先述した拡大均衡が崩壊する。そして自己実現的に景気後退の局面に突入することになる。

なお、長短金利差を計算するに当たり、それぞれ何の金利を利用することが望ましいか、という点については議論の余地が残る。しかし上述の議論を踏まえれば、それぞれが「貸出金利」と「調達金利」の代理変数となることが望ましい。もともと、正確には貸出金利と調達金利の差は「期間リスクプレミアム（期間リスクに対する要求収益率）」と「リスクプレミアム（債務

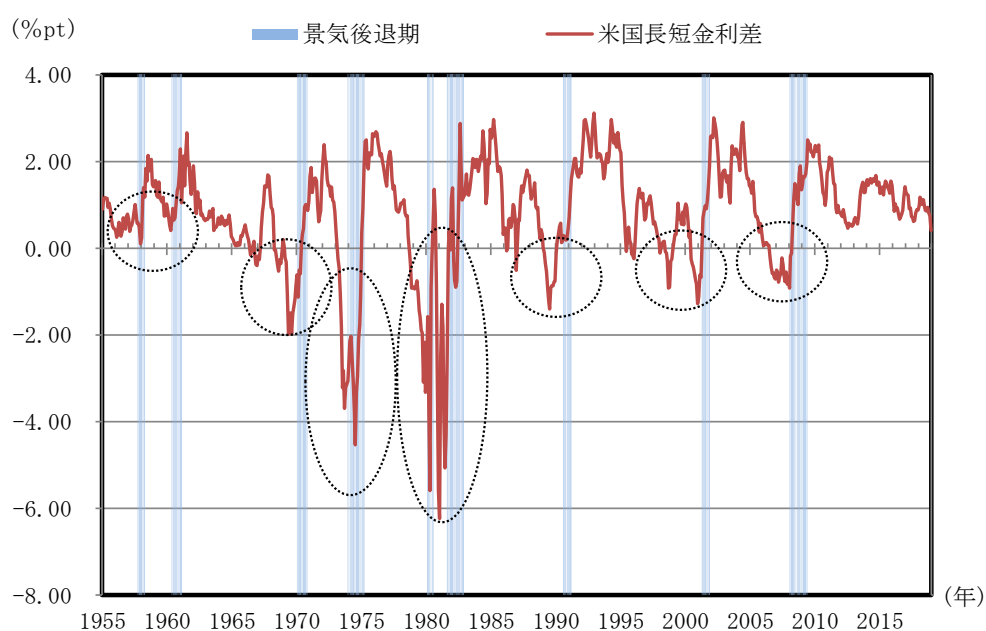
不履行リスクに対する要求収益率)」の合算値である。このうち後者は貸出先の信用度と与信機関のリスク許容度に依存するため、好悪の分水嶺となる水準を一意に決定することは難しい。一方、前者がマイナスになることは明確に与信機関にとっての逆風を意味する。従ってリスクフリーレートのうち、貸出に対応する年限（2年や5年）の国債金利と、調達に対応する短期金利（FF金利など）の差分を取ることが賢明と言えそうだ。

余談ながら、「5年と10年」「3年と5年」の逆ザヤなどが一時メディア等で取り沙汰されていたが、この文脈においてはあまり意味のある指標とは考えられない。

また、一部には「名目潜在成長率とFF金利の差分を取るべき」だとする論調もあるようだが、これは明確に判定基準が甘すぎる。そもそも、名目潜在成長率は、通常、貸出金利を上回る。さもなければ、株式など、融資や債券よりもリスクの大きな資産が超過収益を生むことは不可能だ。「名目潜在成長率とFF金利の差分」は、この「超過収益率」と「期間リスクプレミアム」と「企業リスクプレミアム」の三要素の合算値である。これがマイナスに転じるような絶望的環境で景気後退が起こっていることは自明である。しかし逆は成立しない。すなわち、「名目潜在成長率とFF金利の逆転」が起こらない限り景気後退が起こらない、との主張は論理性を欠く。

以上を踏まえつつ、再び**図表8**を確認すると、本稿執筆時点で長短金利差は辛うじて10-20bps程度残されている。この幅がFRBの金融政策に残された調整限度と言い換えられるかもしれない。また、この幅をFRBがどの程度の時間をかけて消費するかが、「世界経済の拡大がいつまで続くのか」という問いに対する答えの一つとも言えるかもしれない。もちろん、供給ショック等により、将来の経済を犠牲にしても目先のインフレ退治を目的とした利上げが必要となってしまうケースでは、FRBが世界経済拡大の終焉をもたらすトリガーとなりうるが、原油価格の下落を僥倖として、現在はそのような事態は発生していない。

図表8：米国長短金利差と景気循環



(出所) NBER, Haver Analyticsより大和総研作成、長短金利差は5年物米国債利回り－FF金利

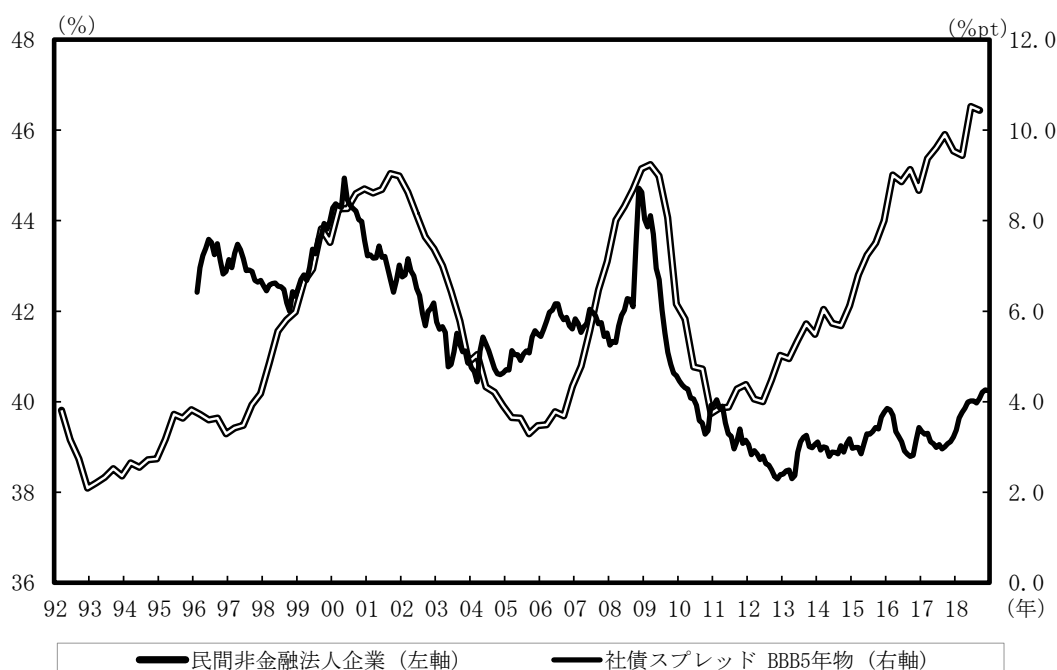
金融市場発の自己実現的な「バブル崩壊」

それでもなお、FRB は世界経済拡大終焉のトリガーを引く主体としては本命候補であり続けるだろう。そしてこの見方は、**図表 9** に示す通り、米国企業の債務残高が既に過去のバブル崩壊前夜に匹敵する水準に達していることと無関係ではない。

企業債務残高の増加は、世界金融危機以降に継続して行われてきた FRB の金融緩和政策により、企業の借入コストが非常に低い水準に抑制されてきた結果である。もちろん企業が借入を増やすことは FRB の狙い通りであり、これだけならば全く問題はない。では何が問題かと言うと、その使い道だ。FRB が企業の借入コストを低下させた目的は、企業が借入を増やし、それを設備投資や雇用の増加に使うことにこそある。しかしながら設備投資や雇用の伸びは緩やかなペースにとどまった。これは危機の「履歴効果」により、潜在成長率が低下したことで無縁ではない。すなわち、企業から見た米国市場の成長見通しが低下した結果、従来見込んでいたよりも設備も雇用も必要なくなったということだ。

では借入を増やした米国企業は設備投資でもなく、雇用でもなく、一体どこに資金をつぎ込んだのだろうか。それは株式市場であった。企業から見て株式の発行はコストであり、株式資本コストよりも借入コストの方が相対的に低いのであれば、借入をして自社株買いをする企業が増える。結果として米国企業の債務は積み上がる。他方で自己資本は目減りしたはずだが、株価の上昇が時価会計を通じて自己資本を押し上げ、見た目上の財務健全性を保つ要因となっている。このことが高レバレッジ下での低クレジットスプレッドを実現させ、「債務膨張＋自社株買い」のレバレッジ循環をいっそう後押ししたということだ。

図表 9：米国企業の債務残高対 GDP 比と社債スプレッド



(出所) FRB、BEA、Haver Analyticsより大和総研作成

この債務膨張／バブル形成過程における「ガス抜き」をする目的で、イエレン前 FRB 議長は断続的な金融引締めを実施していた節がある。しかし「ガス抜き」が勢い余り、クレジットサイクルを逆回転させるほどの「株安・社債金利上昇」を起こさぬよう、常に「寸止め」を念頭に置いていたのではないかとの評が金融市場では支配的であった。しかしパウエル現議長は、少なくとも就任から約 1 年間の実績から判断する限りにおいて、一貫性のない発言を繰り返しており、果たしてどの程度、前議長の政策方針を継承できているのか疑わしい。

また、前議長は上述した安易なリスクテイクを抑制するために金融「規制」が必要だと考えていたようだが、トランプ政権下で金融規制は緩和の方向で調整が進んでいる。かくして、債務膨張／バブル形成のガス抜き「だけ」を目的として金融引締めが行われることになったが、このことが实体经济に無用の下押し圧力をかけることは言うまでもない。

なお、FRB の金融引締め手段は大別して「①FF 金利の引き上げ」と「②保有資産の圧縮」の二つが存在する。②の影響が不透明かつ非常に大きなものとなりうることから、前議長は①を断続的に行う一方で、②については慎重に議論を進め、現議長にバトンを引き継ぐ際にはその工程を完全に固定した。しかし現議長は②を機械的に進め、ブレーキの議論も公的には行わず、それでいて①もまた機械的に進めてきた。この二重の引締めを、減税効果の剥落に伴う景気減速が見込まれている中で行ったことが、2018 年の金融市場混乱につながっていく。

そして景気減速や金融市場混乱に対して、現在の FRB が取りうる手段は少ない。①②を両方とも緩めると、上述の債務膨張／バブル形成の問題が再燃する。②だけを緩めて①を続けると、先述した逆イールドが示現する。従って現実的に取りうる手段は①だけを緩めて②を続ける、という組み合わせのみとなる。しかし②の影響を受けたクレジットスプレッドの悪化が進む中、米国企業、および世界中のドル金利に連動した債務を抱える国・企業はどこまで耐えられるだろうか。社債コストの上昇を受けたクレジットサイクルの「逆回転」が発生するリスクが現実味を帯びてきた。

第199回日本経済予測 改訂版（2018年12月10日）

	2017年度	2018年度 (予測)	2019年度 (予測)	2017暦年	2018暦年 (予測)	2019暦年 (予測)
1. 主要経済指標						
名目GDP成長率	2.0	0.9	1.9	1.7	0.9	2.0
実質GDP成長率（2011暦年連鎖価格）	1.9	0.9	0.8	1.9	0.8	1.1
内需寄与度	1.4	0.9	0.7	1.3	0.7	1.1
外需寄与度	0.4	-0.0	0.2	0.6	0.1	-0.0
GDPデフレーター	0.1	0.0	1.1	-0.2	0.1	0.9
全産業活動指数上昇率	1.8	0.8	1.1	1.6	0.8	1.2
鉱工業生産指数上昇率	2.9	0.8	1.8	3.1	0.8	1.9
第3次産業活動指数上昇率	1.0	0.9	0.9	0.7	0.9	1.1
国内企業物価上昇率	2.7	2.2	2.5	2.3	2.4	1.8
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.7	0.9	1.0	0.5	0.9	0.9
失業率	2.7	2.4	2.5	2.8	2.4	2.4
10年物国債利回り	0.05	0.08	0.10	0.05	0.07	0.10
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	4.6	2.6	4.7	5.0	2.3	3.9
経常収支（億ドル）	1,968	1,780	1,953	1,957	1,745	1,871
経常収支（兆円）	21.8	20.3	22.5	22.0	19.3	21.1
対名目GDP比率	3.9	3.7	4.0	4.0	3.5	3.8
2. 実質GDP成長率の内訳 （括弧内は寄与度、2011暦年連鎖価格）						
民間消費	1.0（0.6）	0.6（0.4）	0.4（0.2）	1.1（0.6）	0.4（0.2）	0.9（0.5）
民間住宅投資	-0.7（-0.0）	-4.3（-0.1）	1.5（0.0）	2.1（0.1）	-5.8（-0.2）	2.8（0.1）
民間設備投資	4.6（0.7）	3.5（0.6）	1.5（0.2）	3.9（0.6）	3.7（0.6）	2.2（0.4）
政府最終消費	0.4（0.1）	0.6（0.1）	0.7（0.1）	0.3（0.1）	0.6（0.1）	0.7（0.1）
公共投資	0.5（0.0）	-2.4（-0.1）	1.5（0.1）	0.7（0.0）	-2.2（-0.1）	0.6（0.0）
財貨・サービスの輸出	6.4（1.1）	2.4（0.4）	2.5（0.4）	6.8（1.1）	3.3（0.6）	2.4（0.4）
財貨・サービスの輸入	4.1（-0.6）	2.4（-0.4）	1.5（-0.3）	3.4（-0.5）	2.8（-0.5）	2.5（-0.4）
3. 主な前提条件						
（1）世界経済						
主要貿易相手国・地域経済成長率	4.2	3.8	3.6	4.1	4.0	3.6
原油価格（WTI、\$/bbl）	53.6	63.3	55.0	50.9	65.3	55.0
（2）米国経済						
米国の実質GDP成長率（2012暦年連鎖価格）	2.4	3.0	2.2	2.2	2.9	2.5
米国の消費者物価上昇率	2.1	2.4	2.3	2.1	2.5	2.2
（3）日本経済						
名目公共投資	2.3	-0.7	3.0	2.4	-0.6	2.1
為替レート（円/ドル）	110.8	111.6	113.0	112.2	110.4	113.0
（円/ユーロ）	130.3	129.1	128.0	127.2	130.2	128.0

（注1）特に断りのない場合は前年比変化率。

（注2）四捨五入の影響で政府の公表値と異なる場合があります。

（出所）大和総研