大和総研
Daiwa Institute of Research

2019 年 4 月 18 日　全 16 頁

日本経済見通し：2019 年 4 月

「中国経済回復」の虚実／「逆イールド」が目前に迫る FRB の最終手段

経済調査部
エコノミスト　小林 俊介
研究員　廣野 洋太

[要約]

■ 本稿では、日本経済の回復確度と、景気拡大の可能性を占う上で死活的に重要なテーマである「中国経済回復の背景」と「米国逆イールドの影響」について分析・整理を行う。

■ **【中国経済回復の虚実（出張報告）】**「全人代」開幕期間に当たる 3 月 11 日から 15 日にかけて「北京」・「雄安新区」・「青島」を視察し、現地の有識者たちと意見交換を行った。今回のリサーチトリップで得られた知見は以下の通りである。まず 2018 年の中国経済失速の主因は米中摩擦ではない。中国独自の政策変更によって内需が失速している最中に、関税の打撃が加わった、とみるべきだ。内需失速の背景は①理財商品への規制強化、②インフラ事業の絞り込み、③個人間消費者金融への規制導入、④自動車購入税の減免停止、などに求められる。このうち①②については、政治的な事情もあり、2019 年に入って緩和方向へと大きく転換され、中国経済は回復に転じた。

■ ただし、中国国内の在庫水準が高いことから、中国経済の回復が日本企業に恩恵を及ぼすまでには相応のタイムラグを必要とするだろう。また、上述した③④が残存することから、消費の回復が遅れる公算が大きい。従って、日本企業の中でも、中国の消費に依存する分野での回復は当面、相対的に鈍いペースにとどまる可能性が高い。

■ **【逆イールドが目前に迫る FRB の最終手段】**3 月下旬に米国債の長期金利が短期金利を下回る「逆イールド」が一時的に示現した。同現象の直接の背景は FRB の「ハト化（保有資産圧縮政策の早期停止公表）」である。しかし、景気循環から見ても、労働市場における構造問題（負の履歴効果の存在）から見ても、長期金利の顕著な上昇を自然体で期待することは当面難しそうだ。そしてイールドカーブが極端に平坦な状況が続けば、クレジットの拡大サイクルの反転と、それに伴う景気後退が発生する可能性が高まる。

■ 「逆イールド」が目前に迫る中でもなお、FRB は米国企業の債務レバレッジを抑制する目的で、追加的な金融引締めを企図するだろう。しかし上述した要因から「政策金利」の引き上げは当面難しい。「量」の政策も、放棄してしまった。残された唯一の手段は「質」に関する部分－保有資産（米国債）の中心年限短期化による、イールドカーブのスティープ化－となるだろう。この市場調節が機能している間に限り、「逆イールド⇒景気後退シナリオ」が回避されることになる。

このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研の親会社である㈱大和総研ホールディングスと大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

1.「中国経済回復」の虚実（出張報告）

前月号[1]でも指摘した通り、中国経済回復の確度が、日本経済の先行きを左右する最大の鍵の一つとなっている。そこで筆者は全人代開幕期間に当たる 3 月 11 日から 15 日にかけ、北京・雄安新区・青島を視察し、現地の有識者と意見交換を行った。今回の訪問から得られた結論を端的にまとめると以下となる。まず、米中通商協議は想定より難航する可能性がある。しかし、財政金融政策による景気テコ入れへの覚悟は強く、足下の中国経済の回復は、政府の対策を反映した金融市場の活況、企業金融の改善、インフラ受注の拡大により支えられている。そしてこの構図は「ニューエコノミー」バブル崩壊の打撃を政策対応が相殺するものであり、中国は再度、「オールドチャイナ」復権の時代へと回帰するのではないかとの印象を強めた。

米中通商協議は案外難航する可能性

今回のリサーチトリップを通じた発見のうち、まずネガティブサプライズに相当するものは米中通商協議に関する知見だ。端的に言えば、中国国内の期待値が高すぎる。いわく、「中国は多くの点で既に米国に譲歩している。これ以上の要求は内政干渉だ。また、トランプ大統領はビジネスパーソンであり、経済合理性を考えれば合意に至って然るべきだろう。昨年発動された関税の撤廃さえ、十分ありうる」。こうしたコンセンサスが形成されている印象である。

図表 1：『米中首脳会談』、米国側の叩き台

Statement from the Press Secretary Regarding the President’s Working Dinner with China

1st, Dec 2018

The President of the United States, Donald J. Trump, and President Xi Jinping of China, have just concluded what both have said was a “highly successful meeting” between themselves and their most senior representatives in Buenos Aires, Argentina.

Very importantly, President Xi, in a wonderful humanitarian gesture, **(1) has agreed to designate Fentanyl as a Controlled Substance, meaning that people selling Fentanyl to the United States will be subject to China’s maximum penalty under the law.**

On Trade, President Trump has agreed that **on January 1, 2019, he will leave the tariffs on $200 billion worth of product at the 10% rate, and not raise it to 25% at this time**. **(2) China will agree to purchase a not yet agreed upon, but very substantial, amount of agricultural, energy, industrial, and other product from the United States** to reduce the trade imbalance between our two countries. China has agreed to start purchasing agricultural product from our farmers immediately.

President Trump and President Xi have agreed to **(3) immediately begin negotiations on structural changes with respect to forced technology transfer, intellectual property protection, non-tariff barriers, cyber intrusions and cyber theft, services and agriculture**. **Both parties agree that they will endeavor to have this transaction completed within the next 90 days. If at the end of this period of time, the parties are unable to reach an agreement, the 10% tariffs will be raised to 25%.**

(4) It was also agreed that great progress has been made with respect to North Korea and that President Trump, together with President Xi, will strive, along with Chairman Kim Jong Un, to see a nuclear free Korean Peninsula. President Trump expressed his friendship and respect for Chairman Kim.

(5) President Xi also stated that he is open to approving the previously unapproved Qualcomm-NXP deal should it again be presented to him.

President Trump stated: “This was an amazing and productive meeting with unlimited possibilities for both the United States and China. It is my great honor to be working with President Xi.”

（出所）https://www.whitehouse.gov/briefings-statements/statement-press-secretary-regarding-presidents-working-dinner-china/

（着色、下線、番号は筆者）

[1] 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太「日本経済見通し：2019 年 3 月　日本経済を取り巻く５つの『通説』を疑う」（大和総研レポート、2019 年 3 月 19 日）

確かに、12 月の米中首脳会談で米国が中国に要求した 5 つの条項のうち、既に 4 つ（中毒性の高い薬物の輸出抑制、農産物等の購入拡大、北朝鮮問題における協力、米国通信企業への妨害停止）については、譲歩が行われている（**図表 1**）。残された問題は知財権保護等を巡る構造改革だが、中国は「外商投資法」の制定により、既に解決済みとの主張を強めている。

しかしながら、「外商投資法」はあくまでガイドラインを示すものにすぎない。過去 20 年に亘って中国が玉虫色の改善策で米国の非難をかわしてきたことを踏まえると、あるいは現在の米国世論・政治における中国脅威論の高まりを踏まえると、具体的な改善行程へのコミットメントなしに、米国が妥結を選択することもまた、考えがたい。

しかし中国世論の期待値が高い中、さらなる譲歩を示すことは中国政府の沽券にかかわってくる。他方で米国は現時点で中国が提示してきている条件で譲歩することはできない。従って、米中通商協議は、難航する懸念が残る。

もちろん、「破談」を現時点で選択する誘因が、米中ともに薄いという点は安心材料たりうるだろう。後述するように中国は景気テコ入れに躍起となっている。米国も、現在は中間選挙と大統領選挙の端境期にあり、「炎上商法」を採択する理由には乏しい。むしろ、経済・金融市場の回復と、それに支えられた政権支持を高めるべき政治的局面にある。となれば、米中協議は難航するものの、破談には至らず、延長され、長期化する可能性が見えてくる。そして協議が長引き、2020 年から始まる大統領選挙の予備選の時期までもつれ込んだ場合、そこで「破談」⇒「炎上商法」の選択が取られる可能性が浮上するという時間軸が想定されるのだろう。

図表 2：『米中首脳会談』中国側の公表成果

Xi, Trump hold ‘very successful’ meeting on ties, trade

2nd, Dec 2018

President Xi Jinping and his US counterpart Donald Trump held a “very successful” meeting in Buenos Aires, Argentina on Dec 1 and agreed to continue to maintain close contact.

At the working dinner after the conclusion of the 13th Group of 20 summit, Xi and Trump had an in-depth exchange of views on China-US relations and international affairs of mutual concern in a friendly and candid atmosphere, **reaching important consensus and agreeing not to impose new additional tariffs**.

The two sides agreed to expand cooperation based on reciprocity and mutual benefit and manage differences based on mutual respect so as to jointly advance China-US relations with coordination, cooperation and stability as the defining features.

Xi pointed out that China and the United States shoulder important responsibilities in promoting world peace and prosperity.

Sound China-US relations, Xi said, are in line with the fundamental interests of the two peoples and the general expectation of the international community.

Cooperation is the best option for the two countries, Xi said.

Xi called on both China and the United States to handle the development of bilateral relations from an overall perspective and push for long-term, healthy and stable development, delivering more and better benefits to the two nations and people around the world.

Trump said he agrees with Xi on his evaluation of bilateral relations.

US-China relations are very special and important, Trump said, adding that it is in the interest of the two countries as well as the world that the United States and China, both countries of significant influence, maintain a good cooperative relationship.

The US side, he added, is ready to increase cooperation with China through consultations and actively seek mutually beneficial solutions to their problems.

The two heads of state are willing to maintain close exchanges in various forms to jointly chart the course of the development of China-US relations.

（出所）http://english.gov.cn/news/top_news/2018/12/02/content_281476415821808.htm（着色、下線は筆者）

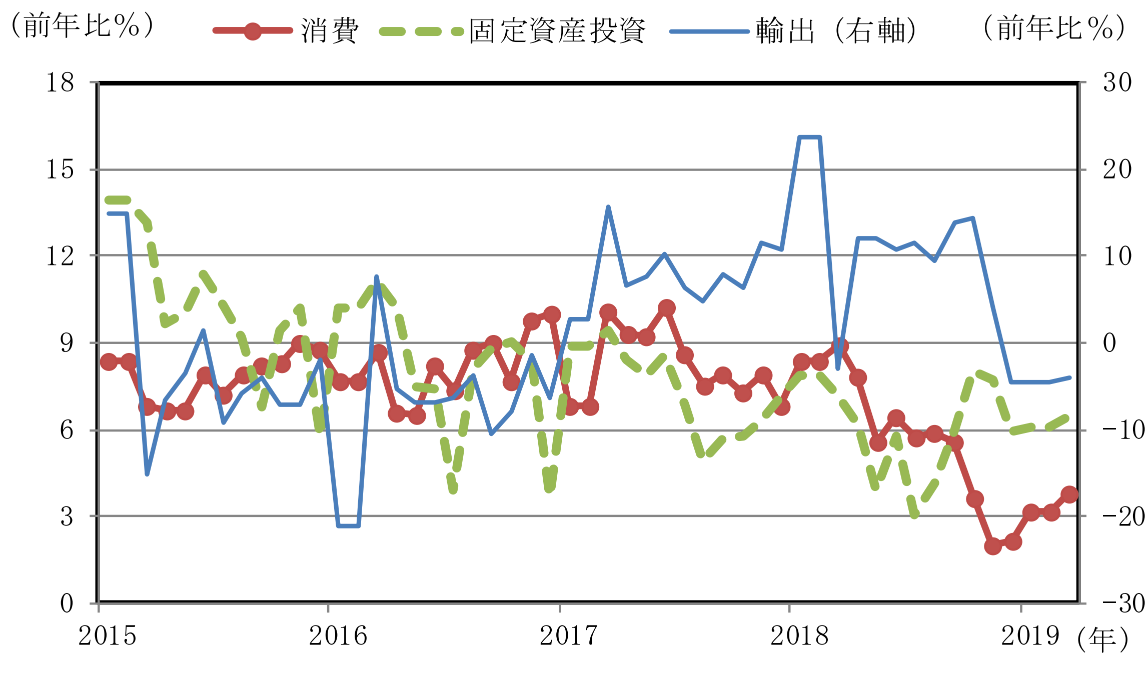
2018 年中国失速の真因と、2019 年景気テコ入れ政策の本気度

米中通商協議が難航する可能性が高いことは、当然のことながら、日本経済・世界経済にとって決してありがたい話ではない。しかし今回のリサーチトリップを通じて、このネガティブサプライズをおそらく相殺して余りあるポジティブサプライズを得られたこともまた事実だ。中国政府は、並々ならぬ覚悟で景気テコ入れ策に臨んでいる。

詳細を紹介する前に、まず簡単に過去を振り返りたい。**図表 3** に示す通り、中国からの輸出が激減し始めたのは 2018 年 11 月以降である。それに対して、消費と固定資産投資の失速が始まったのは 2018 年初から（消費がもう一段失速したのは同年 10 月から）である。すなわち、外需よりも内需が先に屈折している。そして、この内需の失速を、米中摩擦で説明することは難しいだろう。実際、家電の輸出拠点である青島でも、海外向け需要の減退よりも国内需要の減退を懸念する声の方が強かった。

内需失速の背景はむしろ、中国独自の政策変更に求められる。すなわち、①理財商品への規制強化、②インフラ事業の絞り込み、③個人間消費者金融への規制導入、④自動車購入税の減免停止、などによるところが大きい。

図表 3：中国　主要経済統計の推移



（出所）国家統計局、中国税関より大和総研作成

「デレバレッジ（理財商品への規制強化）」の本質とその猛威

まず理財商品への規制強化について振り返る。2017 年 11 月に「金融機関の資産運用業務の規範化に関する指導意見」が当局から発表され、2018 年 4 月に発効した [2]。同措置は「剛性兌付」と「資金プール運用」を禁止するものである。

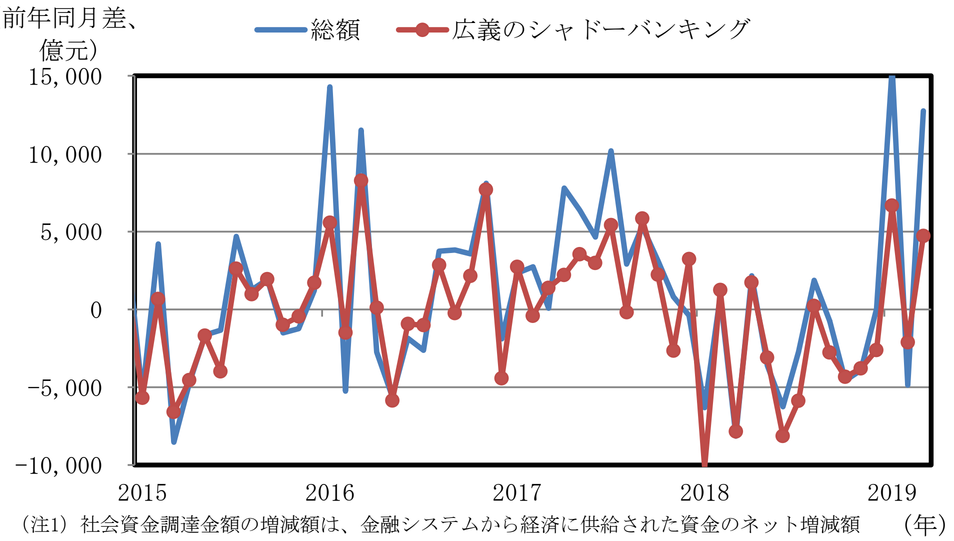
いずれも理財商品、いわゆるシャドーバンキングを規制するものだ。剛性兌付とは、元本保証を指す。資金プール運用とは、複数の資産運用商品がどんぶり勘定で一括管理されている状況を指し、この運用手法では個別商品の収益とリスクが不明瞭となる。

図表 4 に示す通り、2016 年から 2017 年にかけてこうした理財商品への投資が膨らみ、金融システムのリスクを肥大化させていたことは疑いの余地の小さいところだ。これに対して危機感を募らせた当局は規制を強化し、損失補てんを行った金融機関を処罰し、資産運用商品の運用に一対一対応を求める運びとなった。

結果として 2018 年の理財商品投資、ひいては社会融資総量の増加速度は大きく鈍化することになる。これが金融市場における資産価格の下落を生む。そして資産価格の下落がプライベートエクイティ等を通じたカネ回りを悪化させ、資金繰りに窮する民間企業が増加する。また、運用損失を背景とした銀行のデレバレッジが進展する。これが 2018 年の中国経済を失速させた、一つの重要な要因だったわけである。

また、金融規制の強化とインフラ投資の減速は無関係ではないだろう。リスク許容量が減少した銀行システムが地方政府への与信を拡大できる状況ではなかったことは想像に難くない。また、債務削減や環境対策を中央政府が求める中、2018 年前半にインフラ投資プロジェクトの承認が下りにくいという事情もあったようだ。

図表 4：中国　社会融資総量の増減額



（注1）社会資金調達金額の増減額は、金融システムから経済に供給された資金のネット増減額
（注2）広義のシャドーバンキングは合計から人民元貸出と外貨貸出を差し引いたもの
（出所）中国人民銀行より大和総研作成

[2] 詳細は齋藤 尚登「中国：影の銀行の過度の抑制もリスク要因に－米中摩擦の本質はハイテク覇権争い」（大和総研レポート、2018 年 6 月 20 日）を参照。

消費を失速させた伏兵、「P2P 消費者金融規制強化」と「車両購入税減免停止」

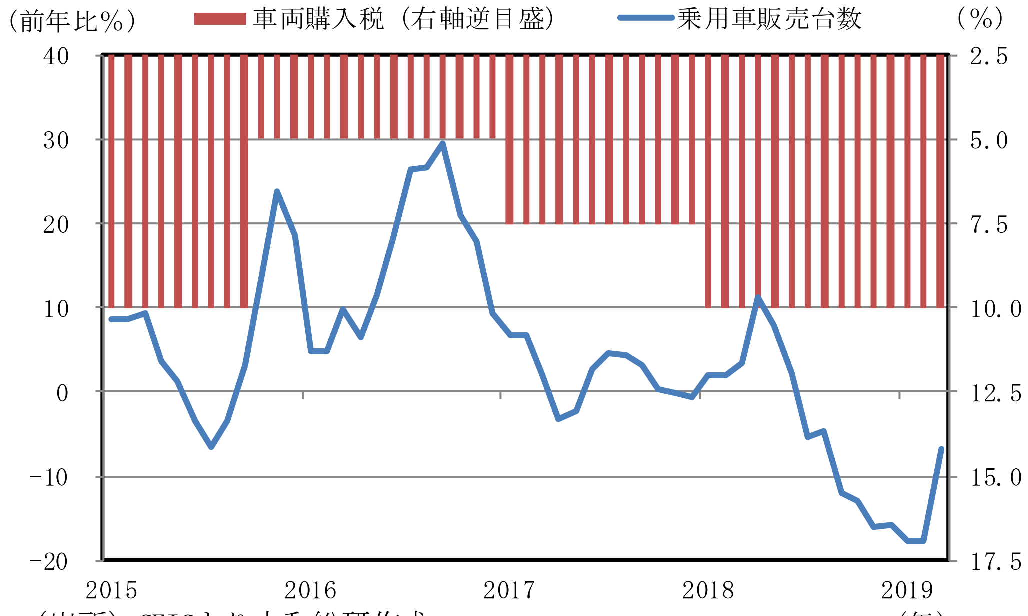
もちろんこれらは、どちらかと言えば固定資産投資の減速や、金融市場の不振の背景である。これらが間接的に雇用・賃金の改善ペースの減速や、負の資産効果を通じて消費を抑制した効果も発生していたことは事実だろう。

しかしより直接的に消費を抑制した要因として、「P2P 消費者金融への規制」が存在していたことは、あまり知られていない事実だろう。P2P 消費者金融とは、個人間で貸借を行うものであり、貸借のマッチングを行うプラットフォームを提供するビジネスが、中国には多く存在していた。同市場は既に 20 兆円規模にまで拡大していたようであるが、野放図な拡大を中国政府は警戒し、規制を強化した。規制方針自体は 2016 年 8 月に公表されていたが、その具体的な規制内容が示されたのは 2018 年 8 月である。そして 2018 年末までに業者は対応を迫られた。

結果として多くの悪徳業者が市場から退出したが、残された事業体ですら、貸借総量が壊滅的な打撃を回避できなかった模様だ。これにより借金を当てにした借り手の消費ができなくなったことはもちろんのこと、焦げ付きによる貸し手の消費抑制も発生していた可能性がある。

これに加えて、2015 年後半から 2017 年にかけて減免措置が取られていた車両購入税が従来の水準に戻されたこともまた、2018 年の自動車販売の不振に一役買っていたことも指摘できるだろう。

図表 5：中国　自動車販売概況



（出所）CEICより大和総研作成

規制強化から一転、なりふり構わぬ「融資」拡大

このように景気減速要因が山積していた 2018 年とは打って変わって、2019 年の中国政府は景気テコ入れ政策を矢継ぎ早に打ち出している。

まず、先に確認した**図表 4** でも顕著なように、2019 年に入ってすぐに、社会融資総量を大幅に拡大させ、その多くがシャドーバンキングに流れることも厭わない姿勢を中国政府は示している。これが金融市場の回復を後押ししているわけだが、このことは間接的に資産効果を回復させるのみならず、プライベートエクイティの低迷に伴う、スタートアップ企業の従業員たち（若年高学歴ホワイトカラー）の失業を止める意味合いもあるようだ。

とは言え、前述した「指導意見」の施行が撤廃されたわけではない。同措置の期限は 2021 年 1 月 1 日が予定されている。従って、2019 年になりふり構わぬ「融資拡大」を行えば行うほど、2020 年の調整は厳しいものとなることには留意しておく必要がある。

2019 年、政治的に重要な二つの日程

それでも目先の景気テコ入れに中国政府がこだわる理由は、「2019 年に二つの重要な政治日程が存在しているから」だとされている。

一つは 10 月 1 日であり、建国記念 70 周年だ。この日に大規模なパレードやセレモニーが予定されているわけだが、この時点で「景気が悪い」状況を打破している必要がある。

もう一つは、6 月頃とされている、「科創板（高い科学技術を有する、スタートアップ企業を上場するための株式市場）」の新設である。この時点で株価が低迷しており、資金調達が滞るようならば指導部の面子は丸潰れだ。

こうした政治的配慮から、中国政府が目先の景気テコ入れに躍起になっているとすれば、2019 年に入ってからの政策の大転換ぶりも頷ける。

回復・拡大するインフラ投資、発動する減税政策

金融緩和に加えて、インフラ投資も動き出した。2019 年の地方政府特別債券のネット発行額は 2 兆 1,500 億元とされ、前年から 8,000 億元積み増された。確かに、主要都市における空港および高速鉄道の新設や、南部における長江デルタ開発や珠江デルタ開発、そして雄安新区の建設など、大規模なインフラ開発プロジェクトが動き始めているという話は各所で聞かれるようになってきた。

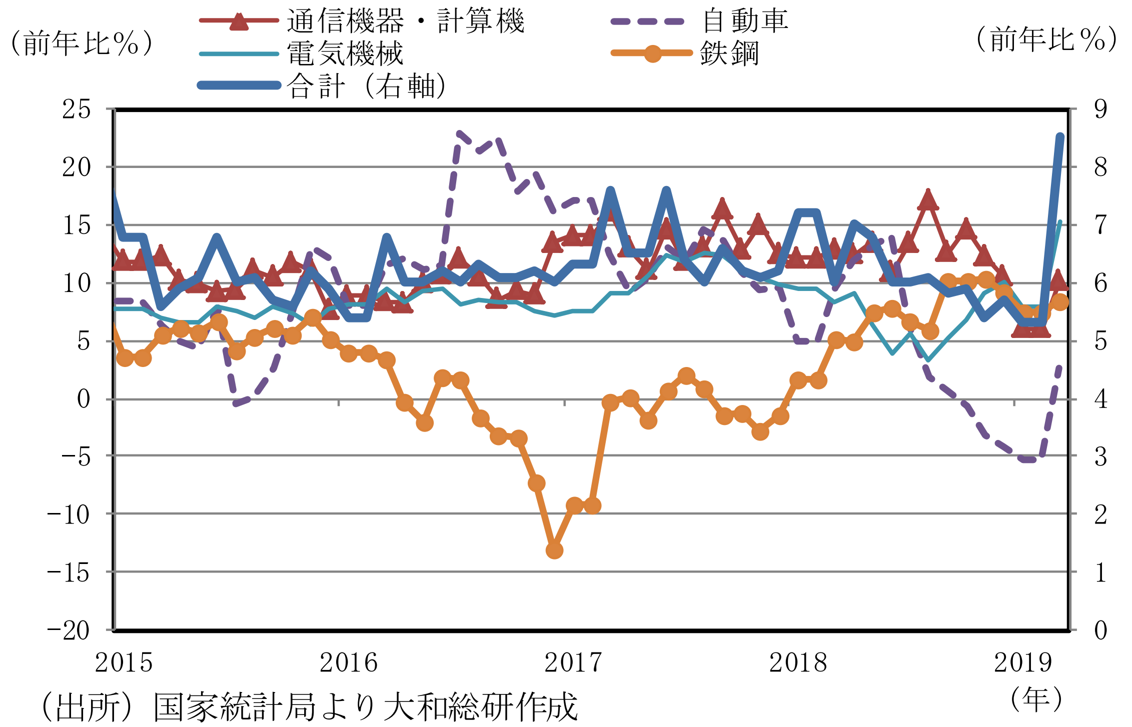
加えて、減税の規模も相応に大きい。2019 年の軽減額は 2.0 兆元（約 33.4 兆円）程度とされ、その内訳は付加価値税（「増値税」）の減税（製造業は 16%⇒13%、交通運輸・建築業は 10%⇒9%）や、企業の社会保険料負担の大幅軽減などとなった。

日本企業への恩恵発現まではタイムラグ

ただし一点、注意しておきたいのは、こうしたインフラ分野等における中国経済の回復が、日本企業に恩恵を及ぼすまでのタイムラグは相応に必要とされるだろうということだ。理由は単純で、「中国国内の在庫水準が高い」ためだ。たとえば**図表 6** に示すように、昨年後半の景気減速を受け、中国政府は「鉄鋼生産」を加速させて景気テコ入れを行っている。結果として、当時生産された素材の在庫が積み上がっている可能性が高い。日本企業に恩恵が染み出してくるのは、こうした在庫がある程度解消されてから、ということになるだろう。

加えて、前頁までの論考から導かれる結論の一つとして、消費の回復が遅れる公算が大きいこともまた、中国における最終消費需要に依存してきた日本企業にとっては重い事実となるだろう。デレバレッジ政策の転換に伴い先行回復が期待される株式市場の回復やインフラ需要と比較すれば、2018 年の失速要因であった消費者金融規制や減税停止などが残る消費の回復は、当面鈍いものにとどまる可能性が高い。中国の消費と密接にリンクしている品目の代表格が化粧品であるが、需要の想定外の鈍化に伴い、**図表 7** にも示す通り、日本国内においても、2018 年から化粧品を含む「化学工業」の在庫が積み上がり続けていることが確認される。そしてその需要回復があくまでも緩やかなものにとどまるという前提に立つと、同産業における在庫調整は当面の間、厳しい状況が続く可能性が高いと考えられるだろう。

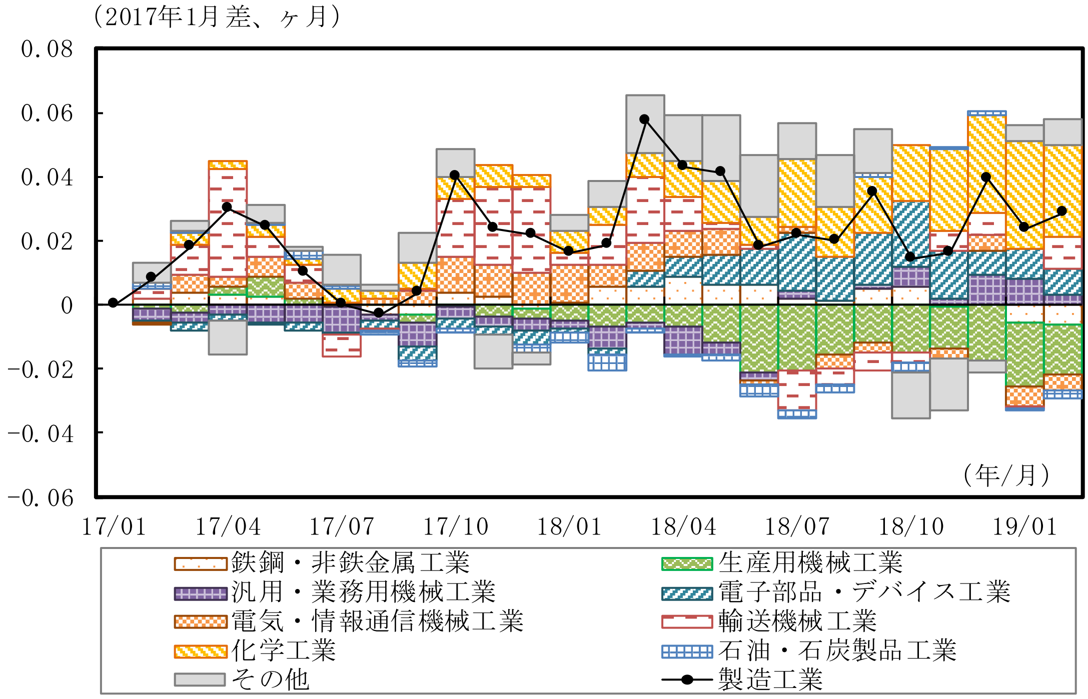
図表 6：中国　鉱工業生産概況



（出所）国家統計局より大和総研作成

他方で、朗報もある。化学工業とは対照的に、在庫調整が進展している業種も少なくない。たとえば電子部品・デバイス工業は 2018 年の中頃にかけて在庫水準が高まっていたが、2018 年後半以降は調整が進められている模様である。また、2018 年前半に全に既に在庫水準が高まっていた輸送機械工業や電気・情報通信機械工業においては過剰在庫の調整は既に概ね終了している可能性が高そうだ。生産用機械工業に至っては在庫調整の削減が著しい。これらの業種においては、中国経済の持ち直しが日本企業の業績底入れにつながる可能性が、相対的に高いと言えるだろう。

図表 7：日本 在庫月数の産業別分解



(注1) 在庫月数 ＝ 実質在庫額（月末残高）/実質出荷額（月額、12ヶ月後方移動平均）
(注2) 実質在庫額と実質出荷額は、工業統計調査（2015年）の値を鉱工業指数で延長して計算。
(出所) 経済産業省統計より大和総研作成

2. 「逆イールド」が目前に迫る FRB の最終手段

日本経済と世界経済の拡大の持続可能性を占う上でもう一つ重要となってくるのが、米国のイールドカーブである（詳細は「**日本経済見通し:2019 年 1 月**[3]」を参照)。

資本ストック循環で確認される世界経済の現状は成熟局面にさしかかっている。その裏側で軌を一にして振幅するクレジットサイクルもまた、拡大・膨張の終わりが近づいている可能性が高い。そして拡大のサイクルが終焉・崩壊に向かい、景気後退が始まる際のトリガーの一つとして、米国における長短金利の逆転が懸念されている。実際、**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[4]」が米国で確認されてきた。

もっとも、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。

「FRB のハト派転換に伴うリスク・オン局面なので心配無用」説は正しいのか？

その「逆イールド」が 3 月下旬に発生し、世界の金融市場は一時的な動揺を見せた。しかし市場の混乱は早期に収束し、本稿執筆の時点では、むしろリスクアペタイトを回復させている。その背後にある論考としては以下のような見方が多いようだ。いわく、「①逆イールドの発生は、あくまでも FRB の金融政策が緩和に転換したことにより発生した、一過性の現象にすぎない」。「②景気の先行き懸念が逆イールドの主因であれば、社債価格や株価は低下しているはずだが、実際には上昇している」。「③こうしたリスク・オンの流れはいずれ長期金利を押し上げることになるため、懸念する必要はないだろう」。

---

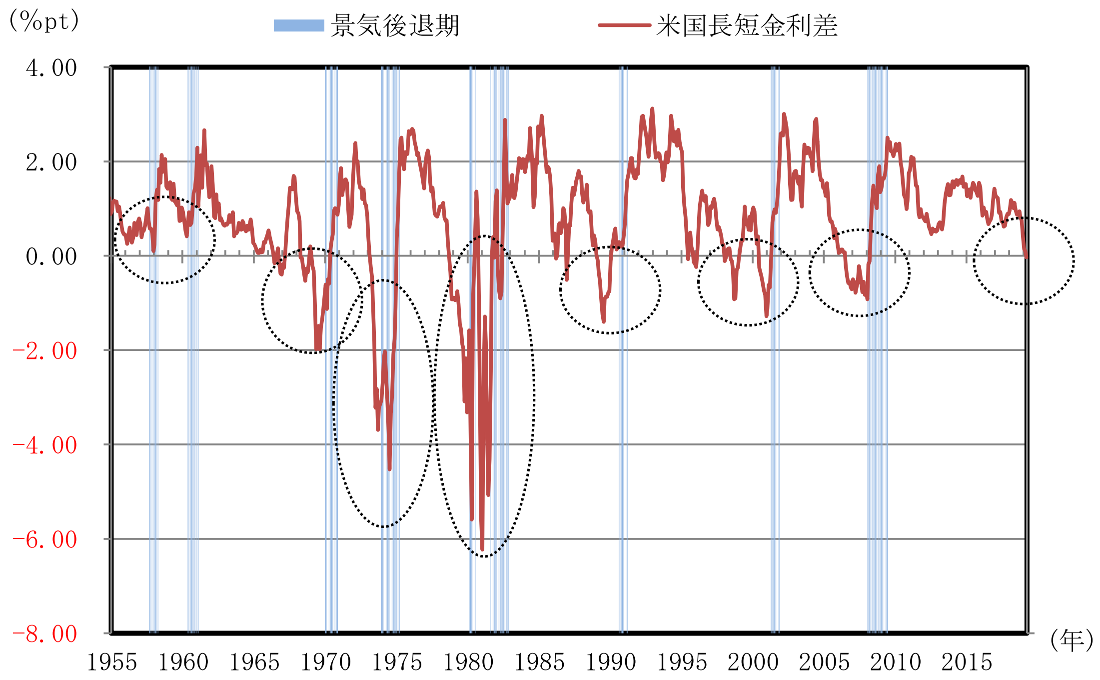
[3] 小林俊介・廣野洋太「日本経済見通し：2019 年 1 月　世界経済の拡大を終わらせるのは誰か？」(大和総研レポート、2019 年 1 月 23 日)

[4] 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。もっとも、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。

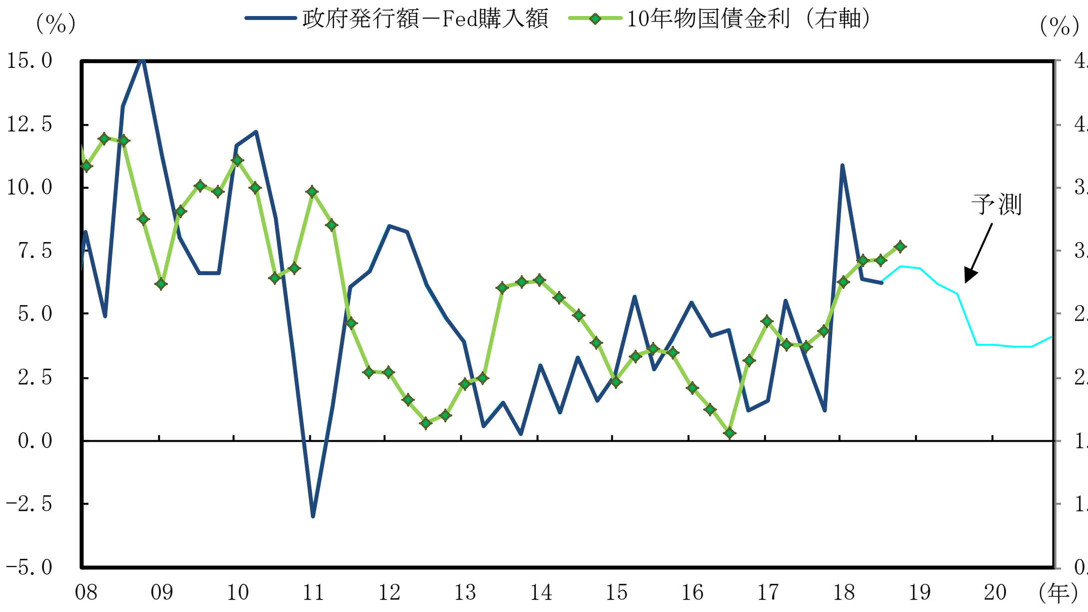
このうち①は首肯できるものと言えそうだ。**図表 9** に示す通り、金融市場における米国債の需給は、「減税に伴う供給の増加」と「FRB の保有資産圧縮とその加速に伴う、需要の減少」の両面から、2017 年末から 2018 年末にかけて悪化を続けた。これが長期金利の過度な上昇圧力をもたらしたことは疑いの少ないところだ。その後、FRB は 2019 年 3 月の FOMC で政策を大幅に修正し、保有資産圧縮政策の早期停止を発表した。結果として、当面の米国債需給は相応にタイト化する。今回の長期金利低下は政策方針の転換を反映したものと言えるだろう。

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

図表 9：米国債の純発行額（GDP 比）と 10 年物国債金利の推移



(注) 2018年以降は、FRBとCBOの見通しより大和総研試算。
(出所) FRB、CBO、Haver Analytics より大和総研作成

「逆イールド発生⇒株高」は当然の現象。安心材料にはならない

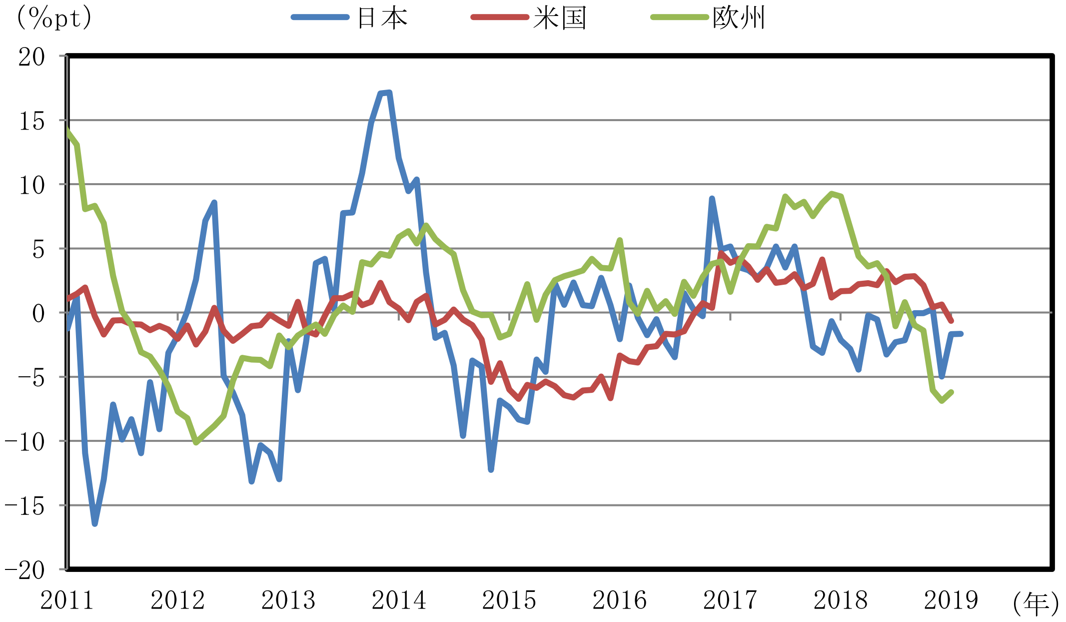
しかし②③については一定の留意が必要だ。そもそも、背景がどうあれ、長短金利差の縮小、ないしは逆イールドの発生が、与信機関の期間収益を損ねるものであることに変わりはない。

また、逆イールド環境下で社債価格や株価が上昇する現象は、「毎度おなじみ」のパターンだ。これも当然の話で、FRB の政策変更を受けて利回り曲線がフラット化する環境下において、銀行や債券投資家はクレジットリスクを取って利回りを確保する行動を取る。俗に言うサーチフォーイールド、いわば苦肉の策であるが、これが一時的に社債価格や株価を押し上げる。しかしその後、期間損益の悪化と過度なリスクテイクが祟り、最終的にはデレバレッジと景気後退が発生することも、毎度のパターンだ。社債価格や株価の上昇が安心材料となるわけではない。

さらに言えば、社債価格や株価の上昇は、長期国債金利の上昇をいっそう困難なものにする。他の資産を購入するために長期国債が売却されて初めて金利が上昇することになるわけだが、既に他のリスク資産の価格が高い（≒利回りが低い）のであれば、そうした資金フローの発生も限定的となる。結局のところ、長期金利の先行きは、実体経済における借入需要がどれだけ回復するか、すなわち実体経済の強弱と、それを受けて FRB が再度の政策変更を行うか否かにかかっている。そして実体経済の過熱を自然体で期待することは、二つの理由から難しい。

一つは短期的な問題だが、減税効果の剥落が当面の米国経済の成長を減速させる公算が大きい。また、**図表 10** に示す通り、減税に伴う需要増加により、2018 年の米国経済は日本や欧州とは対照的に在庫調整圧力を免れてきたが、減税効果の剥落とともに 2019 年の米国では在庫圧縮を目的とした生産調整が始まる可能性が高い。

図表 10：日米欧の出荷在庫バランス



（注１）出荷在庫バランス＝出荷前年同月比－在庫前年同月比。
（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。
（注３）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。
（出所）各国統計より大和総研作成

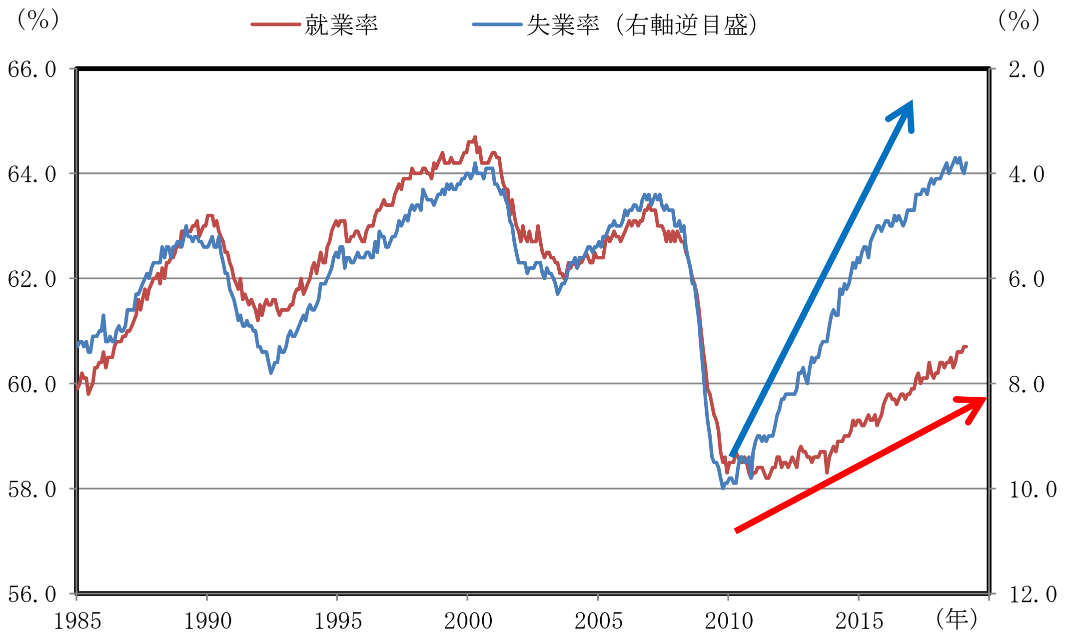
米国経済は今後、(トランプ米大統領の数少ない公約の積み残しである「インフラ投資の拡大」に代表される財政拡張政策などの外的なショックが発生しない限りにおいて、) おそらく潜在成長率を下回る水準へと向かって減速することになる。

「失業率の低下⇒賃金上昇」期待論の落とし穴

もう一つはより本質的・構造的な問題だ。米国の労働市場には未だに深刻なスラック（需要不足）が発生しており、本格的な賃金上昇、ひいては物価上昇が始まるまでには時間を要する。米国において「失業率が歴史的低水準にあるにもかかわらず賃金の伸びが加速しない」ことは、つい最近まで、あたかも神秘的な謎の一つであるかのように議論されてきた。しかし**図表 11** を確認すると原因は明らかだ。失業率はもはや意味を持たない。

米国の失業率は確かに歴史的低水準にあるが、就業率もまた、歴史的低水準にある。これは深刻な非労化が発生していることを意味する[5]。この非労化の傾向は 2008 年の金融危機以降に進展しているが、これは 1990 年代末以降の日本で発生した現象と酷似している。すなわち、金融危機後の就職氷河期に職を得られなかった人々が非労化し、労働市場の「外」で待機している状況である。従って、米国の労働市場には未だ巨大なスラックが存在する[6]。

図表 11：米国における失業率と就業率の推移



（出所）BLSより大和総研作成

[5] 定義上、全ての人口は「有業者人口」「失業者人口」「非労人口」に分解される。このうち「失業者人口」が全体に占める比率が低下しているにもかかわらず「有業者人口」も全体に占める比率が低下しているということは、「非労人口」が全体に占める比率が上昇していることを意味することになる。

[6] このような危機後の非労化が、長期に亘る潜在成長率の低下とディスインフレ傾向を生み出す現象は「ヒステリシス（履歴）効果」の一種として広く認識されるようになってきた。非労化して教育・研修や OJT を受けられないでいた期間が長くなるほど、労働の質は劣化し、マクロの労働生産性を引き下げる。ミクロの視点から見ても、スキルを持たない労働者は低賃金をはじめとして条件の悪い雇用に甘んじなければならないケースが増える。結果として賃金のディスインフレ傾向が発生することになる。

結果として賃金上昇率も鈍いペースにとどまっているのが米国経済の現状である。また、「2%のインフレ率」は瞬間風速ですら殆ど達成されたことがない。それにもかかわらず、合計 9 回にも亘って政策金利が引き上げられたことの方が疑問視されても不思議ではない。だからこそ、2019 年に入ってから FRB 高官から「平均インフレ率目標」や「上下に対象的なインフレ目標」、そして「高圧経済」といった概念への言及が増加しているのである。政策金利の再引き上げや、それを上回る長期金利の上昇が発生するのは、かなり先の話となりそうだ。

FRB の真の目的は「バブルのガス抜き」

しかしここで一つの疑問が浮上する。そもそも、就業率も賃金も改善が鈍く、インフレ率も目標の 2%に達したことすら殆どないのにもかかわらず、FRB は 9 回にも亘る拙速な利上げを断行してきたのだろうか。この問いに対する一つの解が、FRB 自身が“Financial Stability Report”の中でも言及している企業債務レバレッジの問題だろう。**図表 12** に示す通り、米国企業の債務残高（の GDP 比）は既に、過去のバブル崩壊前夜の水準を超えてしまっている。

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と無縁ではない。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。

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）。

残された唯一の選択肢＝「ステルス・逆・ツイスト・オペ」

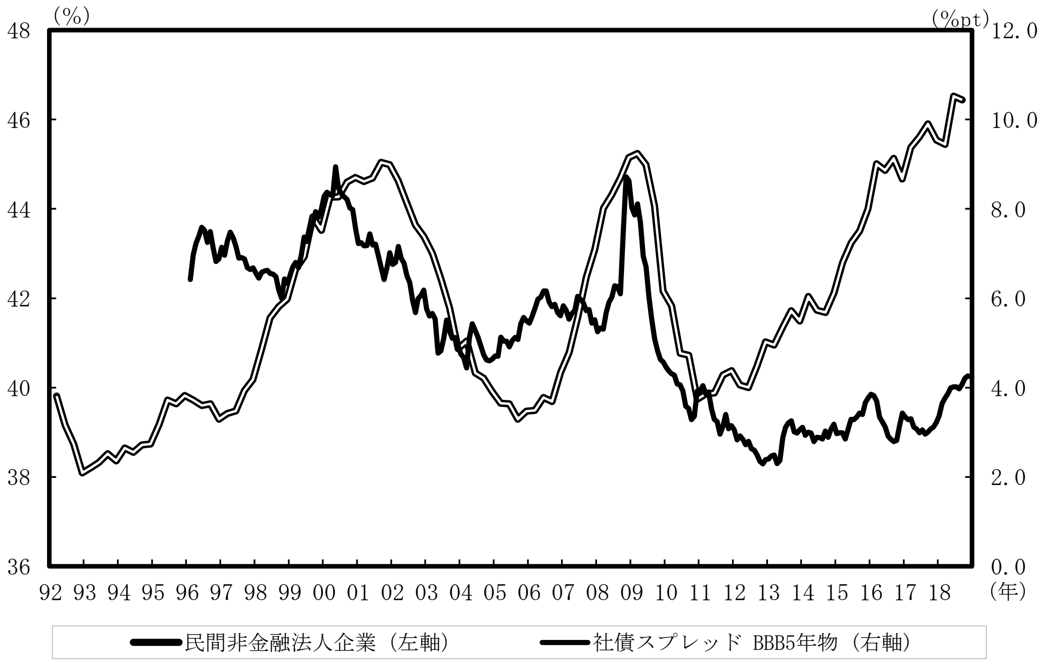
また、前議長は上述した安易なリスクテイクを抑制するために金融「規制」が必要だと考えていたようだが、トランプ政権下で金融規制は緩和の方向へと調整が進んでいる。かくして、債務膨張／バブル形成のガス抜き「だけ」を目的として金融引締めが行われることになった。そしてこの金融引締めが 2018 年に効きすぎた結果として金融市場が混乱し、「羹（あつもの）に懲りて膾（なます）を吹いた」FRB が選択したのが 2019 年 3 月の「ハト化」である。

しかしこの「ハト化」は、「バブルのガス抜き」という FRB の目的とは相反する政策対応だ。国債金利の低下に加え、先述したサーチフォーイールドが社債のクレジットスプレッドを抑制することで、米国企業の債務レバレッジはさらに拡大する可能性が高い。そしてこの問題に対応する上で、FRB に残された政策手段は少ない。前頁で指摘した理由から、政策金利の引き上げは難しい。また、「量」の政策についても、2019 年 3 月の FOMC で一旦、放棄してしまった。

残された唯一の手段は「質」に関する部分－すなわち、保有資産（米国債）の中心年限の操作－である。かつて FRB はイールドカーブをフラット化させる目的で、「ツイスト・オペ（保有国債の中心年限の長期化）」を行った。今回はこの真逆のオペ－すなわち、保有国債の中心年限の短期化によるイールドカーブのスティープ化－が、FRB にとって唯一採用可能かつ有効な政策手段となるだろう。

なお、FRB は現在、保有国債の中心年限について政策目標を設定していない。また、最近まで関連した議論も殆ど行われなかった。それも当然の話だ。同政策は FRB にとって唯一残された、裁量が許される市場調節手段に他ならない。従って、いわば「ステルス・逆・ツイスト・オペ」によって今後 FRB は米国債のイールドカーブの傾きを維持するだろう。そしてこの市場調節が機能している間に限り、「逆イールド⇒景気後退シナリオ」の点灯が回避されることになる。

図表 12：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

第200回日本経済予測 改訂版（2019年3月8日）

	2018年度 （予測）	2019年度 （予測）	2020年度 （予測）	2018暦年	2019暦年 （予測）	2020暦年 （予測）
１．主要経済指標						
名目ＧＤＰ成長率	0.4	1.5	1.3	0.7	1.2	1.5
実質ＧＤＰ成長率（2011暦年連鎖価格）	0.6	0.7	0.6	0.8	0.5	0.7
内需寄与度	0.8	0.7	0.5	0.8	0.9	0.5
外需寄与度	-0.3	-0.1	0.0	-0.0	-0.3	0.1
ＧＤＰデフレーター	-0.1	0.9	0.7	-0.1	0.7	0.8
全産業活動指数上昇率	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.6
鉱工業生産指数上昇率	0.3	0.3	1.0	1.0	-0.3	1.2
第３次産業活動指数上昇率	1.2	0.9	0.5	1.0	1.4	0.4
国内企業物価上昇率	2.4	2.4	3.0	2.5	1.9	3.4
消費者物価上昇率（生鮮食品除く総合）	0.8	0.4	0.5	0.8	0.4	0.6
失業率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
10年物国債利回り	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
国際収支統計						
貿易収支（兆円）	1.1	2.8	3.0	1.2	2.4	3.2
経常収支（億ドル）	1,703	1,832	1,861	1,729	1,786	1,876
経常収支（兆円）	19.0	20.5	20.9	19.1	20.0	21.0
対名目ＧＤＰ比率	3.5	3.7	3.7	3.5	3.6	3.7
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	0.6 (0.3)	0.4 (0.2)	0.5 (0.3)	0.4 (0.2)	0.6 (0.4)	0.4 (0.2)
民間住宅投資	-4.2 (-0.1)	2.0 (0.1)	-1.8 (-0.1)	-5.7 (-0.2)	2.5 (0.1)	-2.0 (-0.1)
民間設備投資	3.6 (0.6)	1.7 (0.3)	0.8 (0.1)	3.9 (0.6)	2.3 (0.4)	0.9 (0.1)
政府最終消費	0.9 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)	0.8 (0.2)
公共投資	-3.6 (-0.2)	3.0 (0.1)	0.7 (0.0)	-3.2 (-0.2)	1.6 (0.1)	1.7 (0.1)
財貨・サービスの輸出	1.8 (0.3)	1.3 (0.2)	1.2 (0.2)	3.1 (0.6)	0.8 (0.1)	1.4 (0.3)
財貨・サービスの輸入	3.3 (-0.6)	1.9 (-0.3)	1.0 (-0.2)	3.3 (-0.6)	2.7 (-0.5)	0.7 (-0.1)
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	3.7	3.5	3.4	3.9	3.5	3.5
原油価格（ＷＴＩ、＄/ｂｂｌ）	63.2	55.0	55.0	64.9	55.3	55.0
（２）米国経済						
米国の実質ＧＤＰ成長率（2012暦年連鎖価格）	3.0	2.4	1.8	2.9	2.6	1.9
米国の消費者物価上昇率	2.3	2.1	2.4	2.4	1.9	2.5
（３）日本経済						
名目公共投資	-1.9	4.4	1.3	-1.6	3.2	2.5
為替レート（円／ドル）	111.3	111.9	111.9	110.4	111.9	111.9
（円／ユーロ）	128.8	127.3	127.3	130.0	127.3	127.3

（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