

2016年4月4日 全14頁

# 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

「世界株安・世界生産減」の発生確率は24%程度と試算

エコノミック・インテリジェンス・チーム  
エコノミスト 長内 智

## [要約]

- 昨年後半から続くグローバル金融市場の動揺を背景に、世界経済の先行きに対する不透明感が強まっている。本稿では、世界経済の現状と先行きについて検討した。具体的には、過去に世界経済が「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について詳細に分析を行った。
- 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。世界生産の地域別要因分解を見ると、2015年11月～12月に米国がマイナスに転じている点にも警戒が必要だ。さらに、経済のグローバル化の進展を背景に、一国経済の減速に伴う生産調整は、輸入減少などを通じて他国にまで伝播する点に留意が必要である。
- 世界生産の先行きを占ううえで重要な指標として、様々な経済指標・金融データを比較・検証した結果、①米国ISM製造業景況感指数、②中国景気先行指数、という2指標に注目している。両指標の最近の推移からは、世界生産の減速が当面続くと見込まれる点に注意する必要がある。ただし、足下で両指標に改善の兆しが出ていることから、世界生産は今後半年程度で底入れに向かう可能性が出ている。
- 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・検証した結果、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、米国企業の債務状況に注目したい。①債務残高（デット）対GDP比、②ハイイールド債スプレッド、を説明変数として「世界株安・世界生産減」の発生確率を推計すると、2015年12月時点で、24%程度まで上昇している。
- 企業債務に関しては、2010年代以降、新興国企業における信用残高の急拡大という問題が浮上している。今後、Fedの「出口戦略」などを背景にグローバル金融市場が動揺し、新興国からの資金流出が一層進むことになれば、新興国で積み上がった信用残高の大幅な調整（＝信用収縮）を通じて、世界経済が下押しされることになる。すなわち、三度目の「世界株安・世界生産減」の引き金を引くのは、米国でなく新興国となる可能性があると言えよう。

## 1. はじめに

昨年後半から続くグローバル金融市場の動揺を背景に、世界経済の先行きに対する不透明感が強まっている。世界株価は、6月以降の中国株式市場の急落や8月の人民元切り下げに伴う金融市場の混乱を受けて、2015年半ば以降、大きく下落している（**図表1**）。2016年に入っても、資源価格の急落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、中国株と人民元相場の急変動などが売り材料となり、世界株価は再び下落基調を強めた。

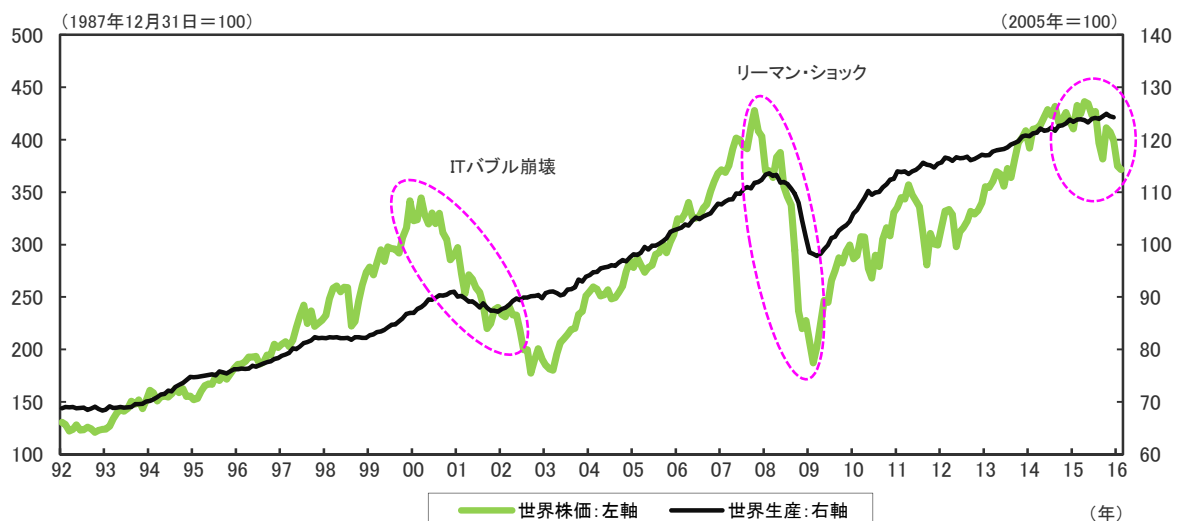
世界生産の推移を確認すると、2015年に入ってから生産拡大ペースが大きく鈍化しており、「踊り場」局面入りが目の前に迫っている。この主因としては、中国をはじめとする新興アジアの景気減速や、資源国の大幅な景気悪化が挙げられる。さらに、Fed（米国連邦準備制度）の「出口戦略」に起因する原油安とドル高の進行に伴い、米国において、エネルギー関連企業を中心に企業が減産の動きが強めたことも下押し要因となっている。

現在、世界経済は、①ITバブル崩壊、②リーマン・ショックの後のような非常に厳しい「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と言えよう。このような暗雲漂う世界経済の動向は、国際会議の重要な議題として取り上げられるだけでなく、日本の消費税増税を巡る議論にまで影響を及ぼしている。

2016年2月26日～27日に上海で開催されたG20（20ヶ国財務大臣・中央銀行総裁会議）では、世界経済の安定化に向けて、参加国が機動的な財政政策の実施などを含む共同声明を採択した。また、安倍首相は、2017年4月に予定されている消費税増税を巡る国会答弁において、「世界経済の大幅な縮小」が起きれば、増税延期もありうるとの認識を示している。

こうした中、本稿では、世界経済の現状と先行きについて検討した。具体的には、過去に世界経済が「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）について詳細に分析を行った。

**図表1：世界株価と世界生産の推移**



（注）世界株価はMSCI AC World。

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

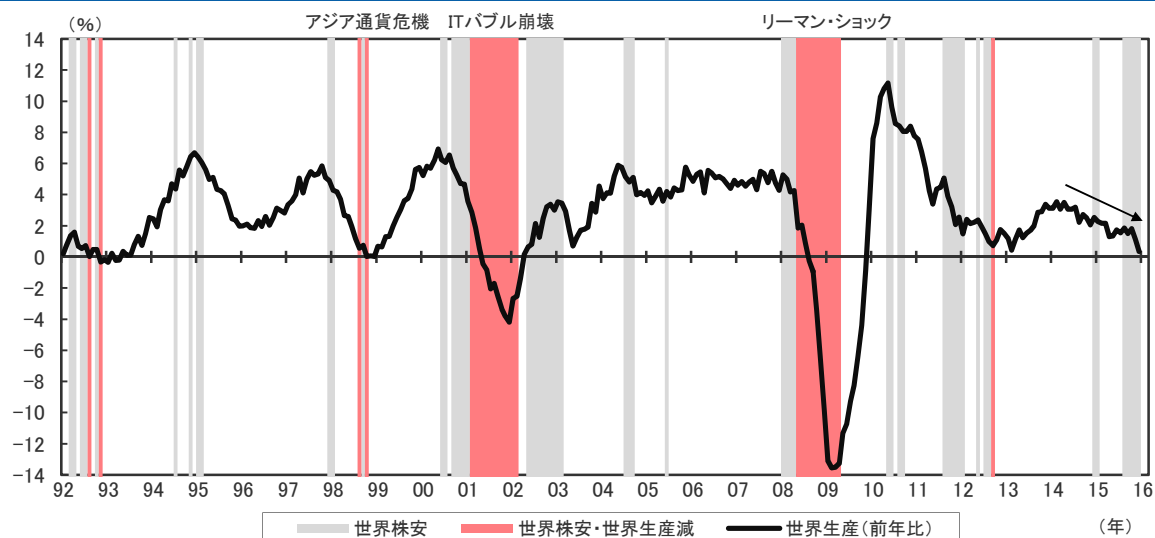
## 2. 過去の「世界株安・世界生産減」の局面に見られた特徴

### いずれも世界的な金融・経済ショックが発端

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2）。それは、①ITバブル崩壊、②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、上記の2つの事例のような非常に厳しい状況には陥っていない。

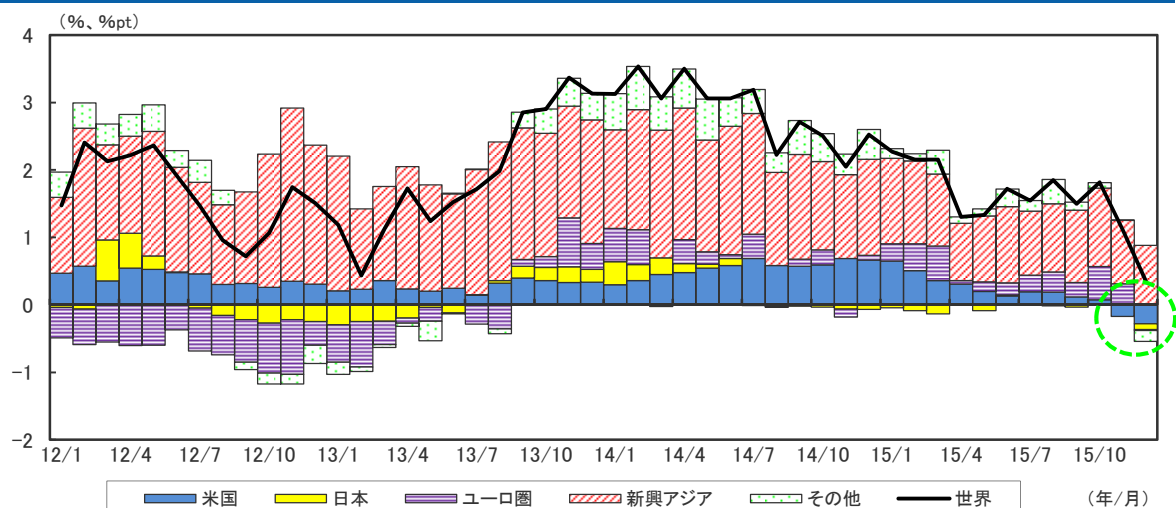
足下の動向を確認すると、世界的な企業部門の弱さを背景に、世界生産の伸びは着実に鈍化している。さらに、世界生産の地域別要因分解を見ると、2015年11月～12月に米国がマイナスに転じている点にも警戒が必要だ（図表3）。まさにグローバル経済は、1990年代以降で三度目となる深刻な「世界株安・世界生産減」の瀬戸際に立たされていると言えよう。

図表2：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より大和総研作成

図表3：近年の世界生産（前年比）の地域別要因分解



(出所) オランダ経済政策分析局より大和総研作成

## 過去の局面に見られた国・地域別の特徴

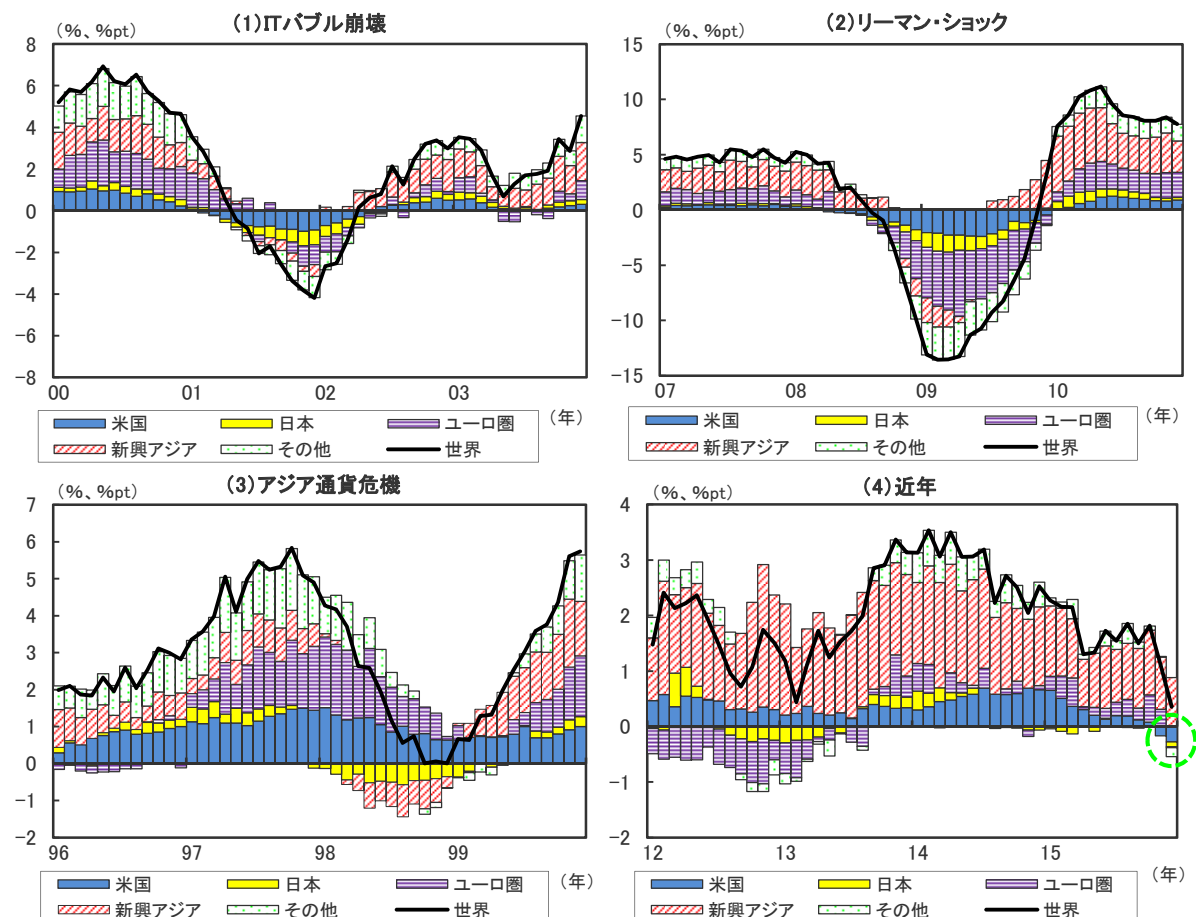
過去、非常に厳しい「世界株安・生産減」が起きた背景を探るために、ここでは世界生産（前年比）を国・地域別に要因分解して、それぞれの局面で見られた特徴を明らかにしよう。

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 4-（1）、（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（**図表 4-（3）**）。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、2012 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（**図表 4-（4）**）。米国については、原油安と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 4：過去の世界生産（前年比）の地域別要因分解



(出所)オランダ経済政策分析局より大和総研作成

## 生産調整の動きは輸入の減少を通じて他国に伝播

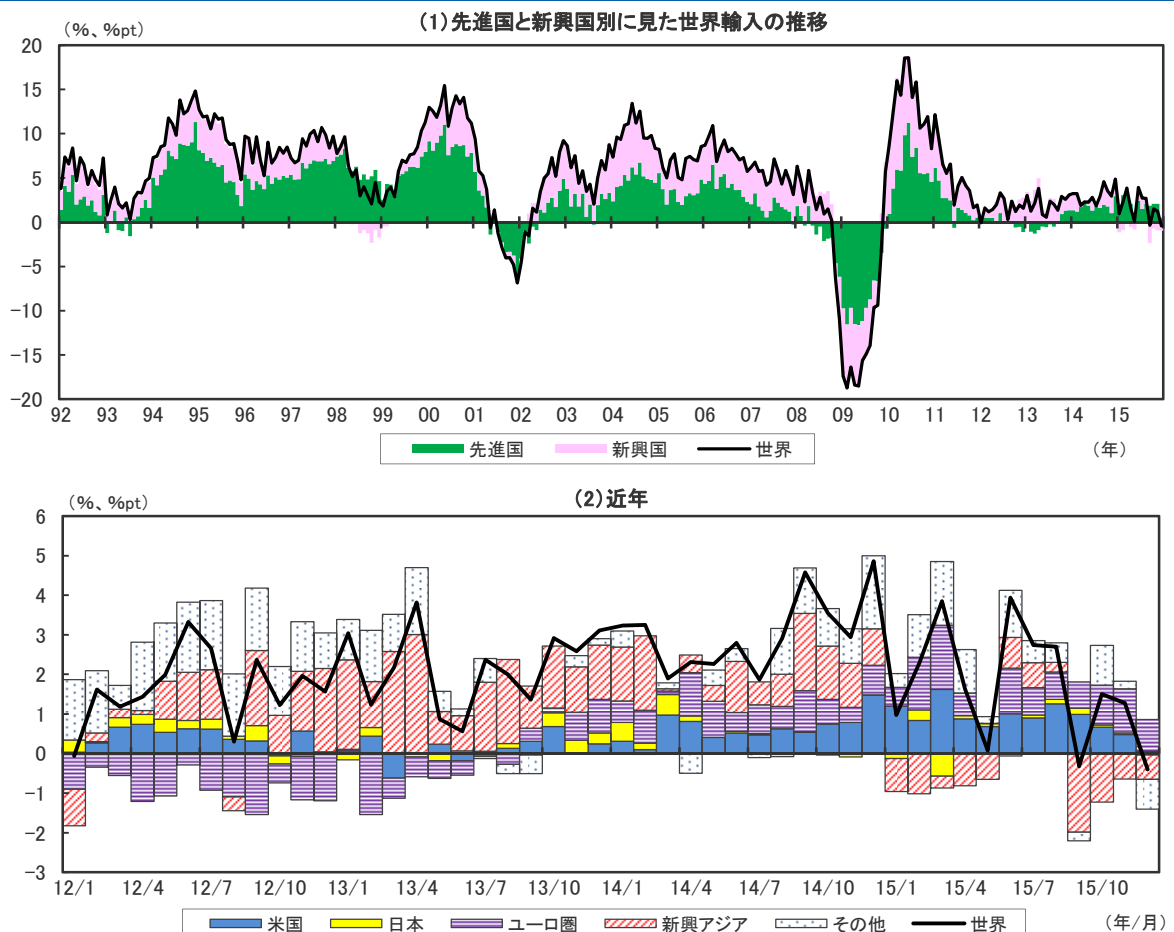
経済のグローバル化の進展を背景に、一国経済の減速に伴う生産調整は、輸入減少などを通じて他国にまで伝播する点に留意が必要である。過去の「世界株安・世界生産減」の局面では、いずれも世界輸入が大幅に減少しており、国際貿易取引が大きく収縮していたことが確認できる（**図表 5**）。さらに、世界輸入の前年比を要因分解すると、以下の点が指摘できる。

まず、前述したように、IT バブル崩壊は先進国中心の経済ショックであったことから、世界輸入の落ち込みは、ほぼ全てが先進国によってもたらされている（**図表 5-（1）**）。他方、2000 年代以降、経済のグローバル化の急速な進展を背景に、リーマン・ショック後の局面では、先進国だけでなく新興国の輸入も大幅に減少することとなった。

次に、最近の動向を確認すると、世界生産の鈍化に伴って、世界輸入の伸び率も低下しており、足下では、前年比ほぼ横ばいでの推移となっている。地域別には、新興国がマイナス傾向となっており、新興国経済の減速が国際貿易取引の重石になっている様子が見て取れる。

最後に、足下の国・地域別の内訳を確認すると、ECB（欧州中央銀行）の金融緩和政策を受けて緩やかな景気回復が続くユーロ圏がプラスに寄与する一方、米国が横ばい、新興アジアがマイナスに寄与している（**図表 5-（2）**）。米国はエネルギー関連を中心とした企業部門の停滞に伴う資本財輸入の鈍化、新興アジアは、中国の景気減速が大きく影響しているものと考えられる。

**図表 5：世界輸入の地域別要因分解**



## 世界生産の動向を占うための先行指標

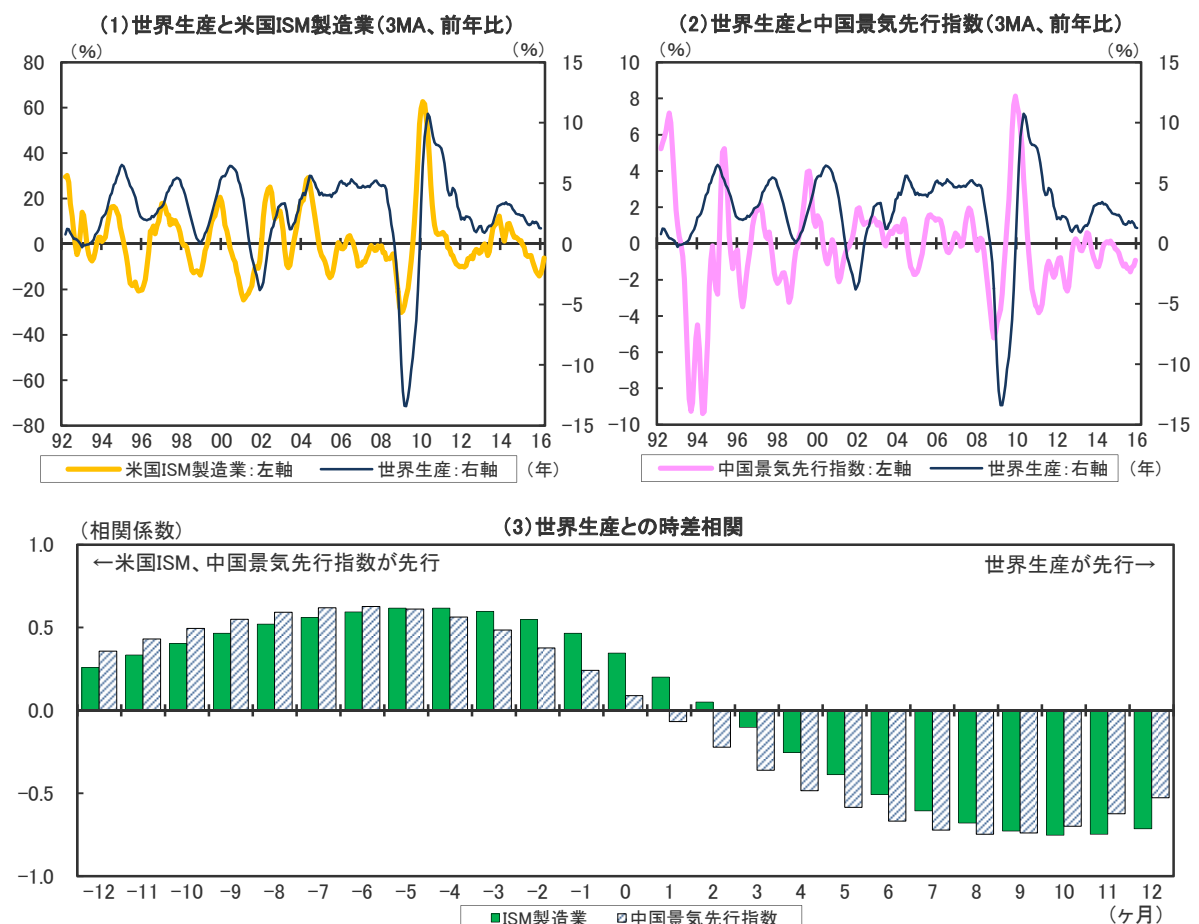
それでは、世界生産の先行きを占ううえで重要な指標とは何だろうか。世界生産に先行する指標として、様々な経済指標・金融データを比較・検証した結果、①米国 ISM 製造業景況感指数、②中国景気先行指数、という2指標に注目している。

世界生産と2指標の推移を示した図表を見ると、米国 ISM 製造業景況感指数と中国景気先行指数が、世界生産に対して明確に先行する傾向が観察できる（図表 6—(1)、(2)）。そこで、世界生産と2指標の時差相関を計測すると、米国の ISM 製造業景況感指数は4ヶ月程度、中国の景気先行指数は6ヶ月程度先行する傾向にある（図表 6—(3)）。

世界生産に先行する2指標の最近の推移を確認すると、米国 ISM 製造業景況感指数は、原油安とドル高を背景とする企業部門の弱さを受けて、2015年以降、低下傾向が続いた。中国景気先行指数も同様に、2015年半ばから弱含んで推移していたことが確認できる。景気サイクルという視点に立てば、世界生産の減速が当面続くと見込まれる点に注意する必要があるだろう。

ただし、米国 ISM 製造業景況感指数は、2016年に入ってから持ち直しの兆しが出ており、中国景気先行指数にも底打ちの動き見られる。両者の基調は依然として強くないものの、世界生産の減速局面が今後半年程度で終了する可能性を示唆している。

図表 6 : 世界生産と先行指標



(注)時差相関係数は前年比により計算、データ期間(中心)は2000年1月から2014年12月。

(出所)米国ISM、中国国家統計局、オランダ経済政策分析局、Haver Analyticsより大和総研作成

## 中国経済減速の影響がアジア主要国で顕在化

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、主要アジア 7 ヶ国（韓国、台湾、インドネシア、タイ、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、欧州および中国の景気要因と、資金流出入という観点から考察を行う。

主要アジア 7 ヶ国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、加重対ドル平均の代理変数である加重対ドル平均で回帰し、各影響度を推定したものが**図表 7**である。

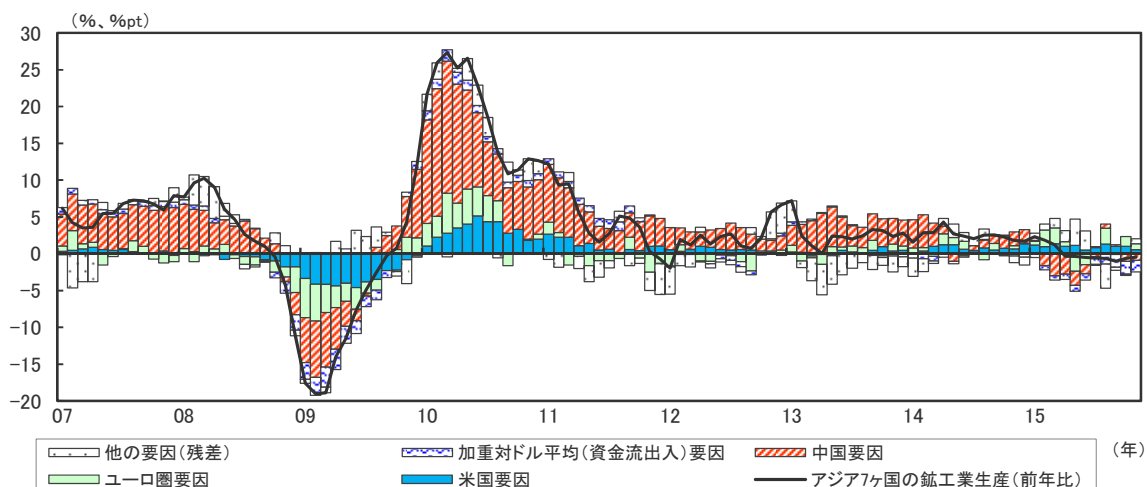
この図表を見ると、2013 年から 2014 年半ばにかけては、高成長を続けていた中国経済が主要アジア 7 ヶ国の生産拡大の原動力であったと推察される。しかし、中国経済の減速懸念が強まり始めた 2014 年後半になると、中国のプラス寄与が大きく縮小し、2015 年春以降は総じてマイナス寄与に転じている。このことから、中国の景気減速の悪影響が主要アジア 7 ヶ国の生産において顕在化していると言っても過言ではあるまい。

また、Fed の「出口戦略」に伴い、主要アジア 7 ヶ国から資金流出が続いたことも、生産の押し下げ要因として作用していたとみられる。特に、2015 年に入って Fed の利上げ観測が強まる中で、加重対ドルレートのマイナス寄与が拡大している点が注目される。

他方、相対的に堅調な米国における実質輸入の増加は、主要アジア 7 ヶ国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、主要アジア 7 ヶ国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考えられる。

今後も米国経済は個人消費を中心に底堅く推移すると予想しており、米国要因がアジア新興国の生産を下支えするとみている。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する。

**図表 7：アジア 7 ヶ国の鉱工業生産（前年比、3MA）の要因分解**



(注1) アジア7ヶ月の鉱工業生産は、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、シンガポールの鉱工業生産を2010年の輸入金額で加重平均したもの。

(注2) アジア7ヶ国の鉱工業生産を、米国の実質輸入、ユーロ圏と中国の輸入数量、加重対ドル平均(資金流収入)要因によって回帰して、寄与度を計算したもの。新興国のデータは、振れが大きいため、結果については幅を持って見る必要がある。

(注3) 加重対ドル平均(資金流収入)要因は、アジア7ヶ国の対ドルレートを2010年の輸入金額で加重平均したもの。

(出所) 各国統計機関、IMF、Haver Analyticsより大和総研作成

### 3. 「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」

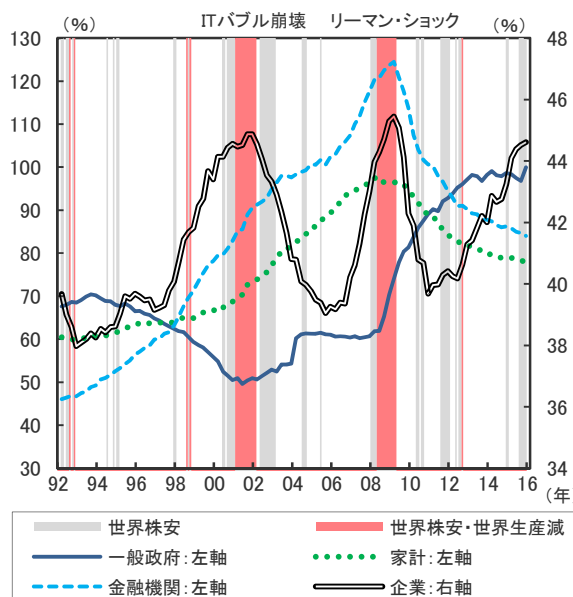
様々な経済主体のストック面のデータに関しても、多面的に比較・検証した結果、深刻な「世界株安・世界生産減」に転落するか否かを分ける重要なメルクマールとして、米国企業（民間非金融法人企業）の債務状況が極めて重要であることが分かった。

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 8** 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 つの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、米国企業の債務残高対 GDP 比であると言える。

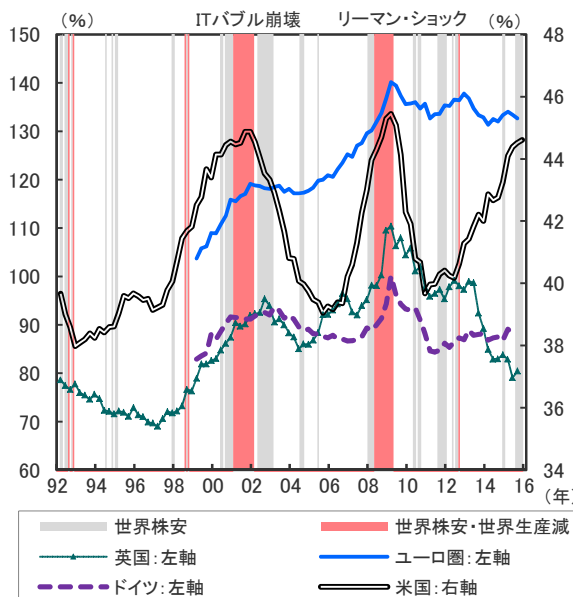
具体的には、実体経済に対して企業の債務が高まるにつれて、深刻な「世界株安・世界生産減」に陥るリスクを警戒すべきである。米国では、2012 年頃から企業の債務残高対 GDP が上昇傾向を続けており、欧州主要国の推移と比べても際立っていることが確認できる（**図表 9**）。こうした米国企業の債務状況については、引き続き細心の注意が必要であろう。

図表 8: 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ヶ月前比により設定。  
(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

図表 9: 主要国・地域における企業の債務残高対 GDP 比



(注) 世界株安と世界生産減の局面は、6ヶ月前比により設定。  
(出所) FRB、BEA、ONS、Eurostat、Deutsche Bundesbank、  
Haver Analyticsより大和総研作成



## 米国企業債務の2つの指標を組み合わせて見るのが有益

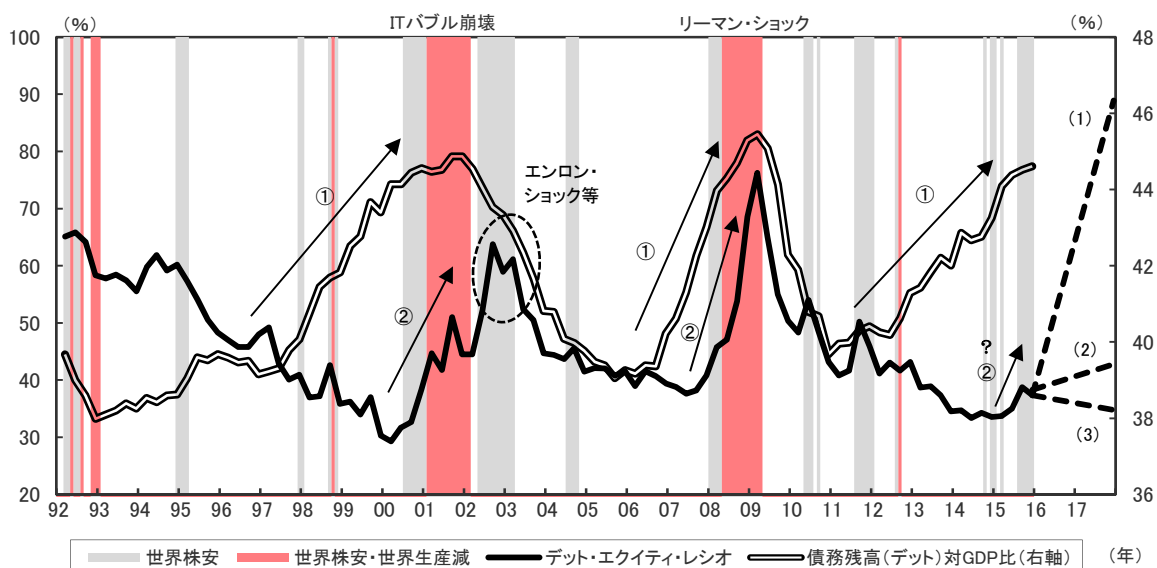
さらに、米国企業債務については、「債務残高対 GDP 比」と「デット・エクイティ・レシオ」を組み合わせて見るのが有益である。両者を並べてみると、①債務残高対 GDP 比が上昇、②デット・エクイティ・レシオが上昇、③深刻な「世界株安・世界生産減」、という順番が繰り返されていることが観察できる（図表 10）。

最近の状況を見ると、2015 年後半に①から②の段階へと移り始めている。これは、Fed の大規模な金融緩和政策などを背景に、それまで高値を維持していた米国株価が 2015 年後半から弱含み傾向となり、それに伴いデット・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に基づき、2017 年末の NY ダウが、(1) 9,000 ドル、(2) 18,000 ドル、(3) 22,000 ドル、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は注意したい。足下の金融市場は、2016 年 2 月の G20 などを経て落ち着きを取り戻しつつあるが、依然として下振れリスクの強い状況であることに変わりはなく、米国株価およびデット・エクイティ・レシオの変化を今後も丹念に点検することが重要だと考えている。

図表 10：米国企業の債務状況



(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、17年末のNYダウが(1)9,000ドル、(2)18,000ドル、(3)22,000ドルになるケース。債務残高(デット)は、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

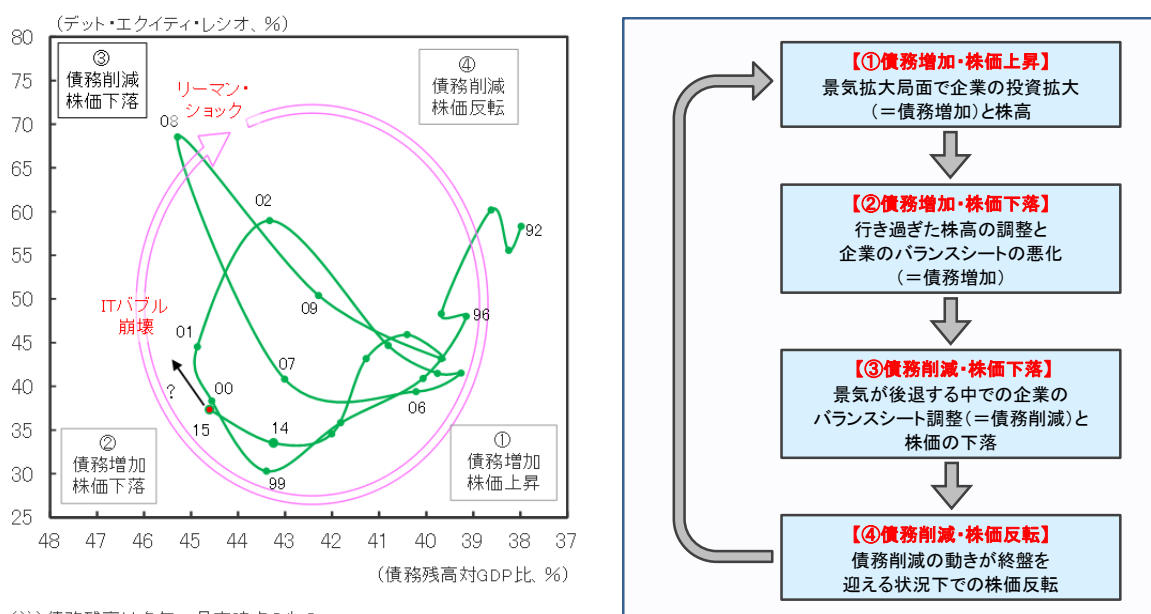
## 米国企業の「デット・サイクル」は3周目の入り口

米国企業の債務残高対 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ことが注目される（**図表 11 左**）。この図表では、右下に位置していれば、金融市場と実体経済のいずれにおいても重大な危機が発生しにくい一方、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。実際、過去の「IT バブル崩壊」や「リーマン・ショック」は、デット・サイクルの左上に移動してから発生していたことが確認できる。そして、足下（=2015年）の状況は、IT バブルが天井をつけた2000年とほとんど同じ位置にあり、まさにデット・サイクルの3周目の入り口に立っていることが分かる。

こうしたデット・サイクルが生じるメカニズムとしては、①景気拡大局面で企業の投資拡大（=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の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、という景気循環構造が挙げられる（**図表 11 右**）。現在の米国企業は、株価調整と債務増加の局面にあることから、①から②の段階に移っていると評価できる。

以上のようなデット・サイクルに基づくと、今後の焦点は、デット・エクイティ・レシオの上昇をできる限り抑えつつ、債務残高対 GDP 比を低下させることができるか否かである。前者については、世界各国が金融市場の安定化に向けた協調的な取り組みをより一層強化することや、Fed が「拙速な利上げ」を行わないことが重要となろう。後者については、米国経済が消費主導の経済成長を続ける中で、企業がバランスシート調整（企業債務の削減）を着実に進めることが求められる。

図表 11：米国企業のデット・サイクル

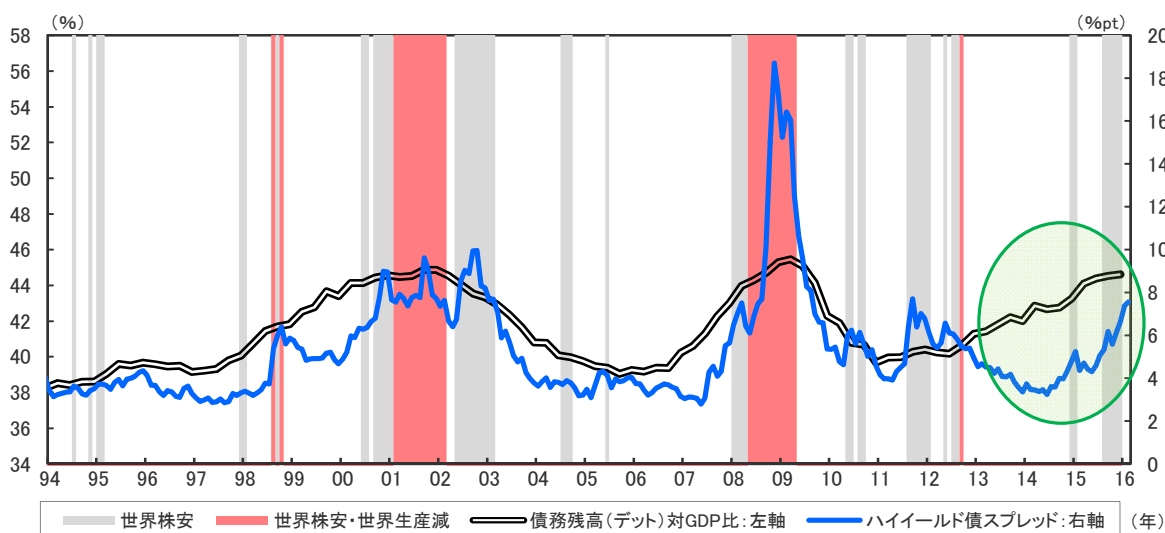


## Fedの「出口戦略」でクレジット市場の緊張が高まる

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（＝ハイイールド債の利回り－米国国債利回り）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12）。

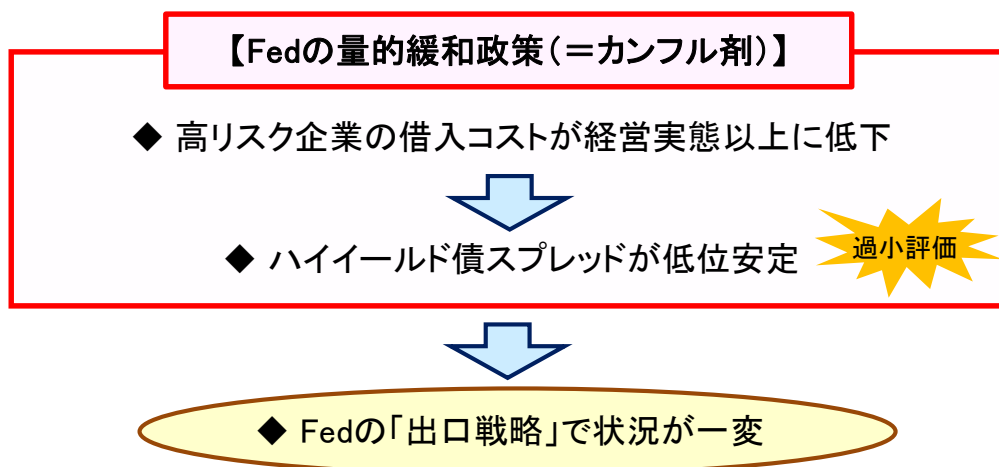
この背景としては、Fedの大胆な金融緩和に伴い「流動性相場」が現出し、ハイイールド債の利回りが過度に抑圧されていたことなどが考えられる（図表13）。すなわち、米国のクレジット市場は、いわば「ミニ・バブル」的な状況にあったと評価できよう。しかし、Fedが利上げに転じ、ハイイールド債に対しても企業の債務状況に見合った利回りが要求される中で、ハイイールド債スプレッドも上昇基調を強めている。

図表12：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13：Fedの量的緩和政策とハイイールド債スプレッド



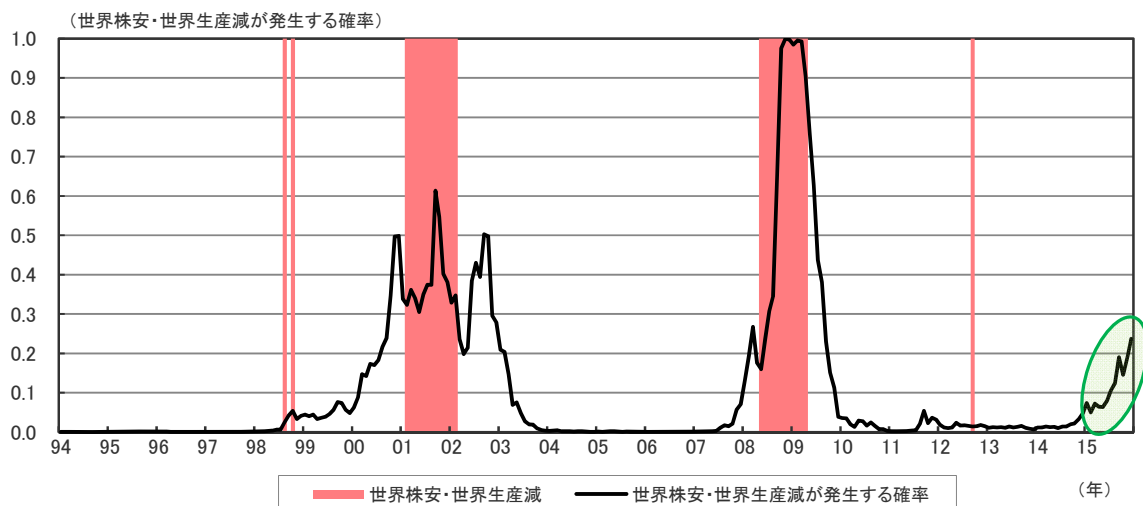
(出所)大和総研作成

## 「世界株安・世界生産減」が発生する確率は現在 24%程度

それでは、「世界株安・世界生産減」はどの程度の確率で発生するのだろうか。この問題を定量的に捉えるために、①債務残高（デット）対 GDP 比、②ハイイールド債スプレッド、を説明変数としたプロビットモデルにより、「世界株安・世界生産減」の発生確率を推計した（**図表 14**）。

推計結果を見ると、前述したように、2014 年まではハイイールド債の利回りが過度に抑制されていたことから、「世界株安・世界生産減」の発生確率は、ほぼゼロに近い水準で推移していたことが分かる。しかし、2015 年に入り Fed の利上げ観測が強まる中で、ハイイールド債スプレッドが上昇に転じ、それに伴い発生確率も上昇傾向となった、2015 年 12 月時点で、発生確率は 24%程度まで上昇している。推計結果については、幅を持ってみる必要があるものの、現在、世界経済の先行きに対して黄色信号が灯っているとと言えるだろう。

図表 14：「世界株安・世界生産減」の発生確率



(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) 世界株安・世界生産減が発生する確率は、①債務残高(デット)対GDP比、②ハイイールド債スプレッド、の2つを説明変数として、プロビットモデルで推計したもの。推計の際、①は線形補完により月次化した。いずれも1%有意。McFaddenの決定係数は0.47。また、結果については、相当の幅を持って見る必要がある。

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

## Fed の金融政策運営の手腕が試される

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。

FOMC 参加者が見込む 2016 年 3 月時点の Fed の利上げペース（2016 年、年 2 回程度）は、2015 年 12 月時点（同、年 4 回程度）より後退した。筆者は、これまでの FOMC 参加者が見込む利上げペースは少し早すぎると考えていたため、今回の修正はポジティブに評価する。今後も Fed が柔軟な金融政策運営を行えば、グローバル金融市場や世界経済を大きく動揺させる可能性は限定的だとみている。ただし、ひとたび Fed が対応を誤れば、世界経済が三度目の非常に厳しい「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。

## 新興国企業の信用リスクという新たな問題に要注意

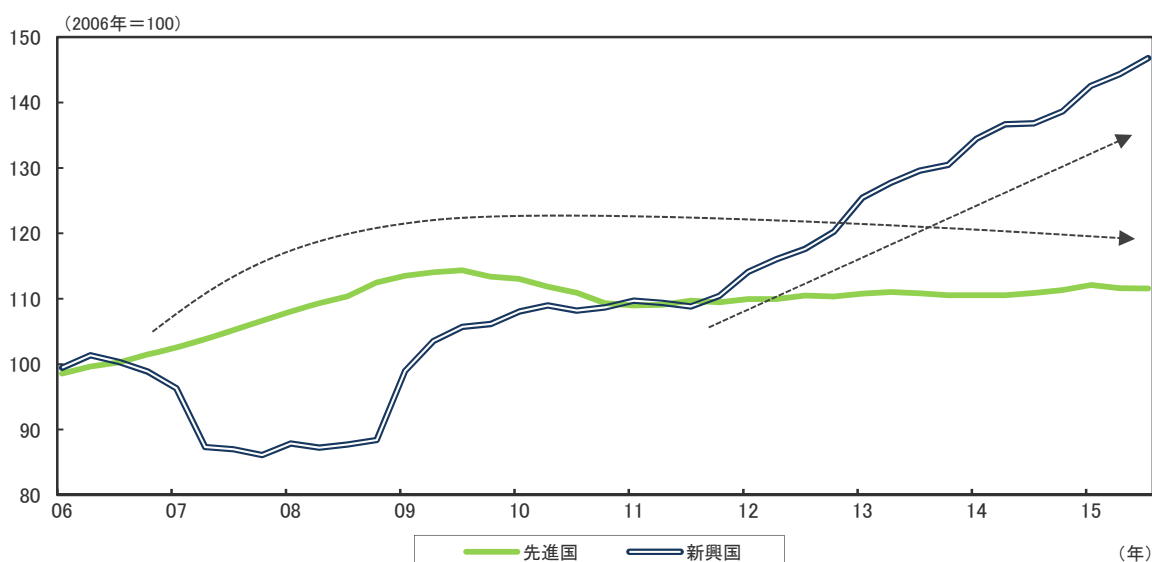
ここまでは、過去に二度見られた「世界株安・世界生産減」の経験を踏まえたうえで、米国企業の債務状況の問題を中心に、世界経済の動向について検討してきた。他方、2010年代以降、企業債務に関する新たなリスク要因として、新興国企業における信用残高の急拡大という問題が浮上しており、今後、世界経済を大きく揺さぶる可能性が生じている。そこで、本稿の最後に、この問題を少し取り上げることとしたい。

BIS（国際決済銀行）のデータを用いて、企業の信用残高対 GDP 比を先進国と新興国について集計したものが**図表 15**である。先進国企業の信用残高対 GDP 比は、2009 年半ばまで上昇傾向であったものの、その後は、減少もしくは概ね横ばいでの推移となっている。内訳を見ると、米国、フランス、カナダなどの企業で信用残高対 GDP 比が上昇傾向にある一方で、英国、ドイツといった他の先進国が信用残高の調整を進めているという構図が確認できる。

一方、新興国では、2011 年半ば以降、企業の信用残高対 GDP 比が大幅に上昇しており、企業の信用リスクが着実に高まって様子が窺える。この主因として、リーマン・ショック後の世界的な金融緩和政策によって、中国をはじめとする新興国において、過剰な融資が行われたことが指摘できる。

今後、Fed の「出口戦略」などを背景にグローバル金融市場が動揺し、新興国からの資金流出が一層進むことになれば、新興国で積み上がった信用残高の大幅な調整（＝信用収縮）を通じて、世界経済が下押しされることになる。すなわち、三度目の「世界株安・世界生産減」の引き金を引くのは、米国でなく新興国となる可能性があると言えよう。

図表 15：先進国と新興国における企業の信用残高対 GDP 比



(注1) 各国の企業信用残高対 GDP 比を、各国の GDP (PPPベース) を用いて加重平均したもの。

(注2) 先進国と新興国の判別は、IMF の分類を利用した。

(出所) BIS、Haver Analytics より大和総研作成

## 4. おわりに

本稿では、世界経済が過去に直面した「世界株安・世界生産減」の局面で見られた特徴を明らかにするとともに、今後の動向を占ううえで重要な先行指標およびメルクマール（判断基準）について詳細に検討した。さらに、世界経済が抱える新たなリスク要因として、新興国企業の信用リスクの問題を概観した。主なポイントを整理すると、以下の4点が指摘できる。

第一に、世界生産の先行指標である米国 ISM 製造業景況感指数と中国景気先行指数の動向を踏まえると、当面は世界経済の減速傾向が続くと見込まれる。ただし、足下で両指標に改善の兆しが出ていることから、世界生産は今後半年程度で底入れに向かう可能性が出ている。アジア地域の生産については、中国経済の減速や、Fedの「出口戦略」およびグローバル金融市場の混乱に伴う資金流出が重石となっている。このため、今後の動向を見極めるうえで、中国の財政・金融政策の発動や、国際協調によるグローバル金融市場の安定化が大きな焦点となる。

第二に、重要なメルクマールである米国企業の、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、「世界株安・世界生産減」が発生する確率は着実に上昇している。このため、世界経済は、今後短期的に「世界株安・世界生産減」に陥ることも視野に入れておく必要があるだろう。ただし、それが深刻化するか否かはFedの金融政策運営の手腕にかかっており、Fedは拙速な利上げを行わず、景気見合いで適切に「出口戦略」を進めることが重要だと考える。

第三に、企業債務に関しては、2010年代以降、新興国企業における信用残高の急拡大という問題が浮上している。グローバル金融市場の動揺が続き、新興国からの資金流出が一層進むことになれば、新興国において信用収縮が発生し、それに伴い世界経済も下押しされる。このため、今後の世界経済のリスク要因として、新興国企業の信用リスクについても引き続き注視しなければならない。

最後に、総じて見ると、海外経済の状況は、2014年11月に消費税増税の再延期を決定した時よりも悪いと考えられる。当時を振り返ると、個人消費や国内設備投資などの内需が低迷する一方、輸出は海外経済が緩やかな回復を続ける中で堅調に推移していた。足下で世界生産の先行指標に改善の兆しが出ているものの、海外経済の下振れリスクは依然として存在しており、先行き不透明感は払しょくされていない。消費税増税を巡る議論では、こうした海外経済の動向を引き続き詳細に分析することが重要である。