

2018年 世界経済展望

試される世界経済の実力—高騰を続ける資産価格の期待に応えられるか

リスク管理戦略センター長 おおやま つよし 大山 剛

1. 2017年10月末までの振り返り

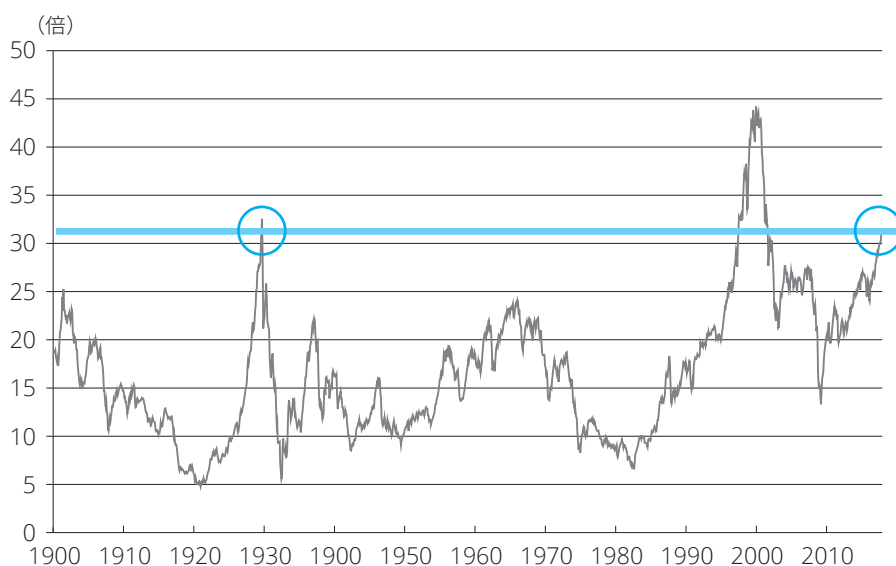
(1) 夏バテを克服した米経済を筆頭に先進国経済は好調を維持

米国経済が再び強くなっている。夏場当初は個人消費等弱い指標が目立ち、また相次ぐ大型ハリケーンの影響が危惧された米国経済であったが、その後は個人消費が回復し設備投資や輸出も強かったことで、第三四半期の成長率は結局年率3%と前期の3.6%に続く高い成長となった。景気拡大局面も、徐々に戦後最長の期間に近づきつつある。こうした中株価は、連日既往ピークを更新する状況が続く。

欧州経済と日本経済も好調持続だ。欧州ではPMIが2011年以来の高水準に達したほか、日本でも日銀短観の製造業大企業の業況判断指数が10年振りの高水準となっている。また日本の株価は21年振りの水準であるバブル崩壊後の戻り高値を超えた。欧州、日本ともに、外需に加えて、個人消費や投資等の内需が動き出しているのが特徴だ。

こうした強い経済の背景には、株価や不動産価格といった資産価格の一段の伸びが個人消費や投資を支えている面がある。好調な株価や不動産価格が、実需に裏付けられた企業収益や賃料の伸びに基づいているのであれば、それは潜在成長率の高まりを顕わしているのかもしれない。最近先進国経済の長期停滞を危惧するsecular stagnationの議論が活発だが、好調な企業収益をみ限りそれは杞憂であって、GDP統計等が新しいイノベーション等に伴う成長を十分に捉えていない可能性もある。もっとも、現状の資産価格がバブルの様相を強めており、これが現在の好景気を支えているという見方も多い。実際シラー教授が作成する景気循環調整後のPERであるCAPEをみると、その水準はリーマン・ショック前のバブルの水準を大きく超え、今や大恐慌前の水準に近づきつつある（図表1）。また米国や日本におけるGDP対比でみた不動産実物投資も、歴史的な高水準に達している。著者の考えもどちらかというとな後、すなわち資産バブルが現在の好景気を支えているというものだ。

【図表1】景気循環調整後PER (CAPE)



(出所) Homepage of Robert J.Shiller

こうした中で、物価にだけは動意がみられない。米国では失業率が2000年以来の4.1%にまで低下したにも関わらず、PCEコア・デフレータ（個人消費支出に係るコア・デフレータ、FRBが重視する物価指標）は1.3%程度に止まっており、足許ではむしろ減速する傾向を強めている。欧州でも同様に、コアHICP（コア消費者物価指数、ECBが重視する物価指標）は1%強程度の水準で、加速する兆しはみられない。日本では、コアCPIが足許上昇する傾向にあるが、これも既往のエネルギー価格上昇の影響を強く受けた結果であり、日用雑貨品の価格の下落が続く中で、年末以降は伸び悩みが予測されている。

(2) 主要国中央銀行の金融政策正常化に向けた動きは続く

物価が伸び悩む中であっても、前回ご紹介した主要国中央銀行の金融政策正常化に向けた動きは続いている。米国FRBは10月のFOMCで11月からのB/S縮小の開始を正式に決定したほか、12月の利上げ、さらには来年3回程度の利上げのスタンスも維持している。こうしたスタンスの背景には、足許の物価の低迷は（謎の部分が多いものの）あくまでも一時的要因による影響が大きく、来年以降は確実に上昇するとの見方がある。さらには、高値更新が続く株価への牽制や、近い将来景気後退を迎えるときに備えた金融政策緩和のための「のり代」の確保等も理由の一部だと言われている。FRBの議長は来年2月以降、イエレン現議長から現在FRBの理事を務めるパウエル氏に代わる予定だが、こうした政策の基本線は維持されるとみられる。

但し金利の先行きに関する市場の見方は、FRBのそれとは依然乖離している。先物市場では、本年12月の利上げを8割以上の確率で見込んでいるものの、来年の利上げ回数に関しては、精々1~2回という程度だ。この結果10年物の長期金利も2.3%台という低水準が続いている。FRBの見通し通りに利上げが進めば、2019年中にはFF金利が3%弱の水準にまで切り上がるにも関わらず、である。市場は相変わらず、FRBの見通しのように物価は上がらず、結果的にFRBは想定通りの利上げが出来ないとみているようだ。そして、この市場の見方（低金利）が、今の株高を支える構図が続いている。

米国同様にECBも、10月の理事会で来年1月からの量的緩和に伴い買入れる国債の金額縮小（俗にテーパリングと呼ばれるもの）を決定した。従来の月600億ユーロを半減する措置で、来年9月まで実行される。これが順調に進めば、その後は量的緩和の停止、さらにはB/S縮小や金利の引き上げに向けた動きが2019年頃より始まるものと思われる。欧州でも物価の動きは緩慢だが、マクロ経済が全般に強く、さらには一部国債（ドイツ国債等）に品薄感が強まる中で、出来るだけ早く金融政策の正常化を果たしたいとの思いは一部諸国（特にドイツ）で強いようである。因みに英国BOEも、10月末の政策決定会合で利上げを決定した。

こうした中で、BOJのみは現状の緩和政策を維持する姿勢を貫いている。昨年10月の金融政策の枠組み変更に伴い、金融政策のターゲットに係る「量重視」から「金利重視」に大きく舵を切る中で、BOJも実質的にはその当時からテーパリングを始めている（実際、毎月の国債買入れ額も当時の80兆円から、足許では60兆円程度に減少している）。但し政策の方向性として「正常化」を掲げることには、物価上昇の勢いがまだ覚束ない中で躊躇しているのが現状である。BOJには過去にも、金融緩和のための「のり代」確保を急ぎ、結果的に景気の腰折れを招いた「前科」がある。さらには、総選挙で大勝した安倍政権が今後歳出の拡大姿勢を強める中で、これに「協力」する姿勢を示すことも求められるかもしれない。来年4月には黒田総裁の任期切れも控えている。

(3) 中国では不均衡調整に向けた動きが強まりつつある

中国経済は、緩やかな減速基調を維持している。第三四半期のGDP成長率は、前二期の6.9%に対し6.8%となった。これだけをみれば、先進国の数字に慣れている目には誤差の範囲のように映るかもしれないが、（やや予定調和的な）中国の統計の世界では、このコンマ1の違いが時に大きな政策的意図を表す。実際、不動産投資や生産の成長率をみる限り、その伸び率は最近随分と落ち込む傾向にある。これを何とか個人消費の好調と、政府によるインフラ投資が支える構図だ。

不動産投資や生産等が落ち込んでいる理由としては、一つに住宅・不動産バブル抑制に向けた金融引き締めの影響がある。近年の中国におけるGDPに対する総与信の伸びは長期間に亘り趨勢値を大きく上回っており、IMFやBISも中国政府に対するアラームを強く発してきた。中国政府もこれは了解済みで、人民銀行の総裁が自ら「中国はミンスキー・モーメント（資産バブルの形成から崩壊に展開する局面）に直面している」と発言している。このため、中国政府も本年に入ってから、様々な手法を駆使した金融引き締めを実施しており、結果的にM2の伸びも統計開始以来の低い伸びにまで落ちてきた。同様にこれまで高騰が続いてきた住宅価格の伸びも漸く収まりつつある。但しこの結果として、民間の投資、とりわけ不動産投資の伸びが急速に減速しているのである。中国のGDP成長率は未だにその4割以上を有形固定資産形成（設備投資）に依存しており、こうした投資が落ち込む影響は甚大だ。同時に中国では現在、低品質の鉄鋼等素材を生産している工場や環境負荷の大きい工場の強制的な閉鎖が続いている。こうした動きも、余剰設備の削減といった資本ストック調整の促進には寄与する一方で、特に中小企業等の景況感の悪化に結び付いている。

共産党大会が無事に終了した今、習主席を頂点とする中国政府の体制は一段と強固になったと考えられる。こうした中で、今後の最大の焦点の一つは、上記のような不均衡調整（資産バブルへの対応や過剰設備の調整）を

どの程度の深度とスピード感で行っていくかであろう。これまでのように、地方政府のインフラ投資で景気を支えることも徐々に限界に直面しつつある中で、資産価格の高騰もあって現在一人気を吐く個人消費が今後どのように推移するかも、今後の中国政府のスタンスを決める上では重要な要素となる。

中国以外のエマージング経済は、外需の好調や資源高、さらにはこれまでの金融緩和がもたらす内需浮揚効果もあって、足許は堅調な推移が続いている。最近では、南アフリカ、トルコ、ブラジル等政治不安が目立つ国でも、成長は底堅く、株価は高騰し為替も安定する傾向にある。これらの国では、中央銀行の独立性に代表される制度的枠組みが今ではしっかりと整備されており、これが政治と経済の「デカップリング」をもたらす一つの背景となっているようだ。また米国等の長期金利の水準がまだ低いことも、こうした余裕に繋がっている面もある。

(4) 政治：地政学リスク/米国の減税法案成立に向けた動きと北朝鮮情勢に市場が一喜一憂する状況が続く

政治・地政学リスクは、引き続き、世界経済の動向を左右する重大な要素となっている。とりわけ米国の政治は、現状のリスク・オン相場の持続性に大きな影響を与えるという点で重要だ。長く期待された減税法案は、ようやく具体案が示され、予算決議が議会を通り共和党のみで承認することが可能となったこともあり、俄然年内に成立する可能性が高まってきた。法人税率を一気に35%から20%に恒久的に引き下げの法案のインパクトが米国のマクロ経済に与える影響の大きさはいうまでもない。逆に現状の株価が相当程度こうした政策効果を既に織り込んでいるならば、ムニューシン財務長官が警告したように、「仮に法案が通らなかった場合には株価に大きなマイナスの影響が及ぶ」ことを覚悟しなければなるまい。

北朝鮮を巡る情勢は、最近北朝鮮からの挑発行為も一服しており落ち着いているようにもみえるが、その一方で、中国からの経済制裁という名の兵糧攻めが徐々に効き始める中で、外貨、原油、食料等が底をつくるのは時間の問題との見方もある。仮に北朝鮮がそこまで追い詰められた場合にどのような行動に打って出るのか、さらには米国と中国が対北朝鮮でどの程度連帯した行動をみせるのかは、今後の北朝鮮を巡る軍事的緊張の行方を考える上で重要だ。北朝鮮が経済制裁に根負けして白旗を挙げるシナリオを想定することは難しいような気がする。その場合に残されたオプションは、これもまた、現状のリスク・オン相場の流れを大きく変えるものとなるかもしれない。

最後に前回の記事でやや懸念を示した日本の政治であるが、こちらは安倍首相の総選挙の決断、希望の党を中心とした野党の再編までは懸念通りの展開となったが、野党の選挙戦術の失敗もあって、蓋を開けてみれば与党

の大勝で日本の政治の安定性は一段と強まる結果となった。但し、今回の選挙結果を受けて、構造改革を犠牲にする形での憲法改正への政治エネルギーのシフトや派手な放漫財政がなされるようでは、日本が直面する中長期的リスクはむしろ大きくなったと見ることも出来る。

(5) 2017年の総括：ほぼ予想比通りの展開ながら、リスクオフのトリガー事象次第で大きく局面が変わる状況に変化はない

ここまでの世界経済の動きは、前回（7月末）の見通しにほぼ沿ったものとなった。相変わらず、株価の過熱や長期金利の低水準での推移は想定をやや超えるものではあったが、方向性に狂いはない。日本の政治リスクの顕現化が結果として、安倍政権の更なる強化をもたらしたことだけは、大きな想定外であったといえる。

もっとも、上記のような事象が長く持続可能だと考えているわけではなく、少なくともこの期間中、「偶々」リスクオフのトリガー事象が発生しなかったことが上記の結果をもたらしたと捉えることも出来る。したがって、2018年の経済見通しを考える上では、持続不可能な不均衡が一気に巻き戻すトリガー事象として何が考えられるのか、そして、これらが実際に発生する可能性がどの程度なのかを、改めて検討することが重要となる。

2. 2018年の見通し

(1) 現状のリスク・オンの流れが崩れる4つのトリガーイベント

現状のリスク・オンの流れは、先進国における株高や政策期待に基づく旺盛な個人消費や投資とその中にある物価の低迷、中国における政策下支えによる高成長の持続、そして外需の好調と米金利の低水準持続に助けられたエマージング経済の堅調な推移が、その前提条件となっている。2018年の経済の動きも、こうした条件が持続するのであれば、現状のような好景気・資産価格高が続くであろうし、何れの条件が崩れる場合には、世界景気のもデレートな調整局面、或いは資産価格が大きく巻き戻しシステムリスクが顕現化する危機的な状況が現出するかもしれない。

2018年にかけて、リスク・オンの流れを突き崩す最も重要なトリガーイベントは、①減税法案の成立失敗等米政権の政策遂行に係る失望感や政治混乱の高まり、②中国における経済調整政策の深堀り、③米国における物価の上昇、④北朝鮮に係る軍事的衝突の発生、の4つだと考える。それぞれに関しやや敷衍すると次のとおり。

(2) 減税法案の成立失敗等米政権の政策遂行に係る失望感や政治混乱の高まり

米国における減税法案の成立失敗は、予算決議案が通り共和党のみで減税法案を通すことが出来るようになった現在においても、相応に蓋然性が高いシナリオである。共和党には伝統的に財政規律を重んじる考えが強

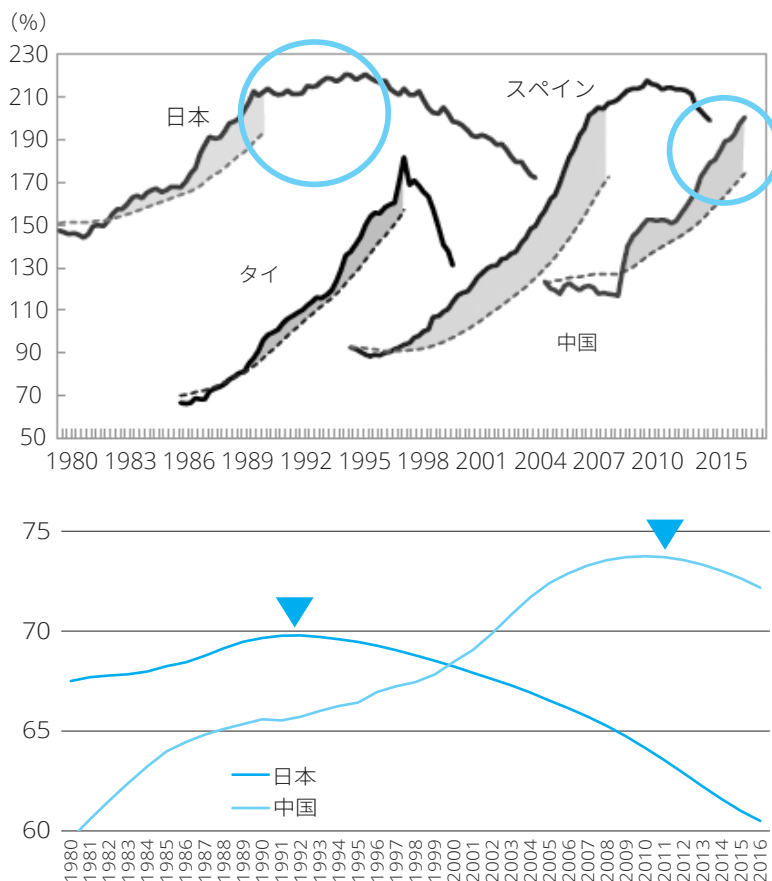
く、法人税の大幅な恒久減税がもたらす財政赤字の増加に対し懸念を示す声は強い。またトランプ政権と共和党幹部との不和が続く中で、本当に共和党が一枚岩になって切り抜けることが出来るかはかなり微妙だといえる。

但し仮に減税法案が成立しない場合でも、現状の強いリスク・オンの流れを完全に巻き戻すことは出来ないかもしれない。追加的な景気刺激は期待できなくても、既に金融規制緩和等で実質的な景気浮揚策は実現されつつあるからだ。したがって、この場合のインパクトは、資産価格のモデレートな調整程度（成長の緩やかな減速）に止まるかもしれない。このシナリオが2018年中に生じる蓋然性は、主観的な確率として3割程度とみたい。

(3) 中国における経済調整政策の深堀り

インパクトとして最も大きそうなのは、中国における経済調整政策の深堀りである。生産年齢人口が数年前にピークアウトした今、中国経済は現在、日本経済が1990年代初頭に経験したような人口ボーナスの巻き戻しという逆風の中にある（図表2）。かつて日本では、人口ボーナスのピークアウトからの数年間、それまで数世代に亘って享受してきた人口ボーナスありきのマインドセットから抜け切れず、その延長線上に位置する将来経済への大きな期待と、実際には人口ボーナスが逆に負荷に変わっているという現実との間の乖離が拡大し、これが資産バブルの生成・崩壊、そして政策対応のまずさに基づく「失われた20年間」へと繋がっていった。

【図表2】 GDP対比でみた総与信の推移と趨勢（点線）とのギャップの推移（上図）及び生産年齢人口（15歳～67歳）が総人口に占める比率の推移（下図）



(出所) 上図：BIS、IMF、下図：国連

今の中国はまさに、生産年齢人口の逆風に対し、緩やかな資本ストック調整、(潜在的な)不良債権問題の放置、IPOによる株価下支え、財政政策による景気下支えといった、当時の日本の当局と似た政策で対応しているようにみえる。仮に中国の当局が、現状を本当にミンスキー・モーメントだと捉えているならば、短期的な痛みをこらえ、中長期的視点に基づく新たな成長パスへのラ

ンディングを目指す動きに出てもおかしくない。但し、こうした措置の方向性が見えてくれば、現状のリスク・オン相場が大きく巻き戻すと同時に、これまで中国経済の成長から大きな恩恵を受けてきたエマージング経済や日本経済が大きく落ち込むことは想像に難くない。この蓋然性も3割程度とみたい。

(4) 米国における物価の上昇

米国における物価上昇も、その可能性は相応にみておかなければならない。何と云っても、米国FRBのベスト&ブライテストのエコノミスト達が依然そのようなパスを信じているのである。一方で債券市場の参加者、さらにそこで成立する長期金利をベースに適正な株価を判断している株式市場の参加者が思い描くパスは、基本的には現状の「上がらない物価」の継続である。この市場の見方が大きく覆された場合、そこで生じる出来事は長期金利の急上昇と株価の大幅な下落に他ならない。

金融システムの強靱性が強化された今日、リーマン・ショックの際のように、資産価格の調整が金融システムの動揺を誘い、これが実体経済の大きな落ち込みに繋がる展開は今回はなさそうだが、ただそれでも、例えばリーマン・ショック以降急激に債務が積みあがったエマージング諸国におけるデフォルト増加を受けた金融システム・ショックが、これら諸国の経済を大きく下押しする展開はあるかもしれない。このシナリオの蓋然性は2割程度と考える。

(5) 北朝鮮に係る軍事的衝突の発生

最後の北朝鮮動乱シナリオの東アジア経済（特に韓国と日本）に与える影響は、当然ながら甚大だと考えられる。さらに少なくとも一時的には、資産市場におけるリスク・オンの流れは大きく巻き戻されるであろう。た

だ、その展開や帰趨に係る不確実性は余りに大きく、世界経済にどの程度の影響を与えるかを推し量ることは難しい。このシナリオの蓋然性も5%程度は考慮しておく必要があるだろう。

(6) シナリオの蓋然性の総括

以上のシナリオの（主観的）確率を単純に合計すると85%程度となるが、互いのシナリオの相関まで考慮すれば、①マイルドの資産価格調整・緩やかな成長減速に止まる蓋然性が3割程度、②大幅な資産価格調整や経済成長の大きな落ち込みに見舞われる蓋然性が3割程度、③そして残りの4割程度の蓋然性で現状のリスク・オンの流れと好景気が続く、というのが著者の考えである。何れにしても2018年は、更なる相場の過熱化が続くのか、或いはこれが一気に崩れるのかといった両極端なシナリオをほぼ均等に想定しておくという難しい対処が求められる、これまで以上に不確実性の高い年となりそうだ。

ただ一つ確実に言えることは、こうした過熱した相場が永遠に続くことは有り得ないということである。リーマン・ショックから10年目の節目の年となる2018年は、市場参加者や政策当局者の過去の記憶が「再び風化した」と記憶される年となるかもしれない。

(2017年11月5日記)

以 上