

2018年3月12日
No.2017-008

景気後退シナリオの検証

～ 電子デバイス・資本財の輸出減が大きなりスク ～

調査部 主席研究員 森村秀樹

《要 点》

- ◆ わが国の景気拡大は5年を経過しており、そろそろ景気後退のシグナルを探し始めるべきタイミングである。過去の景気後退は、たいてい輸出減少によってもたらされてきた。今後の景気後退リスクを考える際にも、海外要因を精査することが重要である。
- ◆ まず、わが国輸出に大きな影響を及ぼす米国・中国の経済状況をみると、いずれも差し迫ったリスクはないと判断できる。米国景気は、FRBが慎重な利上げスタンスで臨むため、経済をオーバーキルすることはないだろう。中国景気も、構造調整と安定成長のバランスを保ちつつ、緩やかな減速トレンドに軟着陸できると考えられる。懸念される貿易摩擦も、米中景気を失速させるには至らないだろう。
- ◆ 一方、わが国の輸出構造には大きなりスクが潜んでいる。輸出の牽引役となっている資本財と電子デバイスの好調はバブル的な様相を帯びており、いつ減少に転じてもおかしくない。資本財は中国の過剰投資に誘発されたものであり、電子デバイスは2000年のITバブルと同じような状況に陥っている。
- ◆ 2019年の消費増税と同じタイミングで輸出が減少した場合、景気後退の確率はかなり高くなる。アベノミクスを頓挫させないためにも、財政面に政策オプションを用意しておくことが必要である。

本件に関するご照会は、下記宛てにお願いいたします。

Tel: 03-6833-0929 Mail: matsumura.hideki@jri.co.jp

本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

1. はじめに

わが国の景気拡大が長期化している。

2012年11月を底に始まった今回の景気拡大はすでに5年が経過し、戦後2番目の長さとなった。今後を展望しても、内外需要に支えられて緩やかな回復が続き、来年1月には戦後最長記録を更新するとの見方がコンセンサスである。

たしかに、今回の景気拡大は長期化を予感させる特徴を持っている。その一つが、回復ペースが非常に緩やかという点である

(図表1)。経済活動水準はまだ低く、GDPギャップもようやくプラス圏に転じた段階にすぎない。これまで「適温経済」の回復プロセスをたどってきたからこそ、経済の拡大余地がまだ残っているとみることもできる。

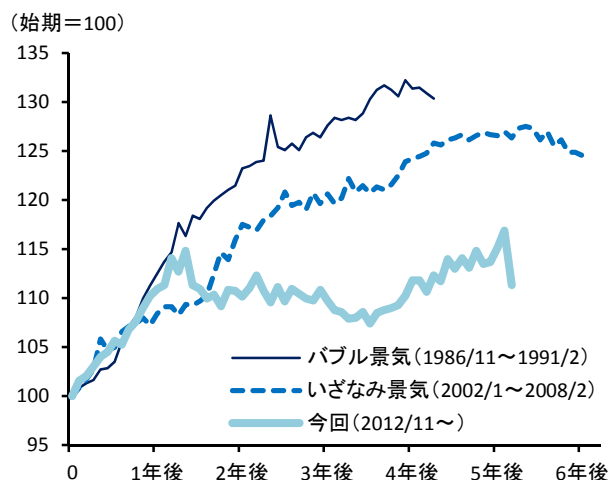
しかし、エコノミストとしての経験から言うと、そろそろ景気後退を考え始めるべきときだと思う。これまで我々は、幾度となく景気後退のタイミングを見誤ってきた。それは、景気回復に自律性が強まったと過信し、下振れリスクへの警戒感を怠ってしまったからである。しかし、景気拡大が長期化すれば、水面下に様々な「ひずみ」を溜め込むようになる。居心地の良い景気回復感に浸っている今こそ、景気後退のシグナルを探し始めるときである。

このように景気後退リスクに注意喚起するのは、経済政策への影響があまりにも大きいからである。現在のアベノミクスは、今後も景気拡大が続くという前提で立案されている。金融緩和と賃上げに地道に取り組んでいくことによって、いずれは2%インフレを達成するというのが、アベノミクスにおけるデフレ脱却のストーリーである。財政政策も然り。高めの名目・実質成長率を継続することによって、2027年度にプライマリーバランスを黒字化させることを狙っている。いずれも徐々に前向きな動きが出始めているものの、先行きの道のりは長い。

しかし、もし景気後退に転じるのなら、シナリオの全面書き直しを余儀なくされる。デフレ脱却と財政再建といった大目標にも手が届かなくなり、「失われた30年」への道を開いてしまうかもしれない。その意味で、現時点で景気後退リスクを検証しておき、その対策を考えておくことは、アベノミクスを頓挫させないためにも重要な意味を持つ。巷間で景気後退リスクがほとんど意識されていない状況は、あまりにも無防備すぎる(図表2)。

以上の問題意識に基づき、本レポートで

(図表1) 景気拡大期のCI一致指数



(資料) 内閣府をもとに日本総研作成

(図表2) 今後1年以内に景気がピーク越える確率



(資料) 日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」
(注) エコノミストの平均値。2017年7月に質問形式が変更。

は様々な景気後退要因を検討していく。そして、最も注意すべきリスクは何か、一つのシナリオを提示してみたい。

2. 海外景気リスク

わが国経済を巡る景気後退リスクには様々なものが考えられる。しかし、最初に強調しておきたいことは、日本の景気後退は輸出減少とセットで起きることが多いという点である（図表3）。

例えば、2012年3月から2012年11月までのミニ後退は、欧州政府債務危機を発端とする世界経済の減速が原因であった。2008年2月から2009年3月にかけての後退は、米国のサブプライムローン問題やリーマンショックによる世界金融危機に巻き込まれたものだった。2000年11月から2002年1月までの後退も、世界的なITバブル崩壊が引き金である。

唯一、1997年5月から1999年1月までの後退は、消費増税や金融危機といった国内の出来事が主因であった。ただし、輸出も同じタイミングで弱含んでおり（アジア通貨危機）、景気後退に拍車をかけたことが分かる。

このように、過去20年を振り返ってみる限り、国内要因で後退に転じたケースは例外的であった。日本の景気後退は、ほとんど海外からもたらされると言ってよいだろう。したがって、今後の景気後退リスクを考える際にも、まず海外要因を精査することが必要である。

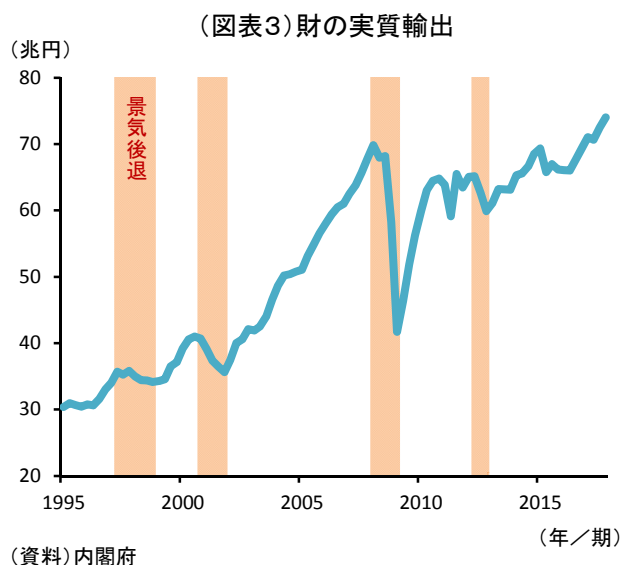
いうまでもなく、海外のなかで最も重要なのは米国と中国である。この2カ国だけで、わが国輸出の4割近くを占める。したがって、検討すべき海外景気リスクとしては、①米国景気の悪化、②中国景気の悪化、③米中貿易摩擦の激化、の三つを挙げることができよう。いずれも、現実のものとなった場合、わが国景気に大きな影響を及ぼすことが懸念される。

しかし、結論を先取りすれば、3要因とも、わが国輸出にとって差し迫ったリスクではないと判断できる。以下、それぞれについて検証してみたい。

（1）米国景気の悪化

まず、米国景気の悪化リスクは、景気過熱を予防するためにFRBが利上げを加速し、経済をオーバーキルするというシナリオである。

米国の景気後退の始まりは、長短金利差がマイナスに転じることが一つの目安である。過去30年間で、米国は3回の景気後退を経験した。そのいずれにおいても、1～2年前に政策金利が長期金利を上回っている（図表4）。今回も、長短金利差は徐々に縮小しつつある。今後、FRBが利上げを加速して、政策金利が長期金利を上回るようになれば、景気後退入りのシグナルが点灯するこ



とになる。

実際にマーケットでは、本年中に4回以上の利上げが行われるとの見方も根強い。米国経済はほぼ完全雇用に達しており、さらに、2%弱といわれる潜在成長率を上回るペースの回復が続いている。これまで伸び悩んできた賃金と消費者物価にも、騰勢が高まる兆しがみられる。このように実体経済が好調ななか、トランプ政権が財政面からも景気を押し上げようとしている。この結果、成長率やインフレ率が高まることになれば、FRBも前倒しで利上げを行うことになるだろう。

しかし、以下の2点から、利上げ加速による景気失速リスクは、それほど喫緊の問題ではないと考えられる。

第1に、仮にFRBが利上げを積極化しても、長短金利が逆転するには時間がかかることである。FRBの当面の目標は、金融政策の正常化であり、決して金融引き締めではない。そのため、景気失速には細心の注意を払いながら、利上げを進めていくと予想される。さらに、足元の長短金利差はまだ1%以上開いている。FRBが慎重に利上げを進めていく限り、そう簡単に長短金利が逆転することはないだろう。

第2に、これまでの景気後退は、利上げだけでなく、バブル崩壊も伴っていたことである。2008年からの景気後退は住宅バブルの崩壊が、2001年にはITバブルの崩壊が、1990年には商業用不動産バブルの崩壊が、景気後退の引き金となった。しかし足元では、当局の規制が働いていること、民間部門の慎重姿勢が残っていることから、資産市場や金融市場に目立ったバブルは発生していない。このため、FRBが利上げを進めても、バブル崩壊を伴った本格的な景気後退に陥るリスクは現時点では大きくない。

(2) 中国景気の悪化

次に、中国景気で最も懸念されているのは、過剰生産・過剰債務・不良債権など構造問題が暴発するというシナリオである。

なかでも不安視されているのが、GDP比で166%（2016年）に達している非金融企業の債務残高である。これだけ高い負債水準は、とても持続可能なものではない。日本やタイの経験を振り返っても、厳しい債務調整が始まってもおかしくないレベルである。いったん過剰債務の調整が始まれば、中国経済にも下振れ圧力が強まることになる。この過程で金融機関の不良債権問題にも火がつけば、金融危機を引き起こす恐れもある。

しかし、以下の2点から、過剰債務の調整圧力が高まる可能性はそれほど大きくないと考えられる。

第1に、当局がコントロール可能なためである。中国は、バブル崩壊を経験した日本・米国などよりも、政府に与えられた経済政策の裁量が大きいところが強みである。日米などでは、経済政策



は民主主義的な手続きを踏まなければならないため、金融市場の急変に弾力的に対応することが難しかった。しかし、開発独裁体制を続けている中国では、強権的な政策発動も容易である。さらに、2期目に入った習近平総書記への一極集中が強まり、経済政策の自由度は一段と高まった。習政権も当然、過剰債務問題の対処が困難で、失敗した場合のマイナス影響が大きいことは認識しているはずである。そのため、実体経済へのマイナス影響を最小限に抑えながら、債務残高の抑制を図っていくことになるだろう。

第2に、高成長によって自然解消の力が働くためである。過剰債務問題を収束させるためには、債務残高のGDP比を上昇させないことが鍵となる。GDP比の上昇さえ抑制できれば、過剰債務問題をこれ以上深刻化させることにはならない。この点、中国経済は有利な立ち位置にある。バブル崩壊後の日本では、名目GDPがほとんど成長しなくなってしまった。そのため、過剰債務問題を解消するためには、債務残高自体を減らすことが必要となり、厳しい債務削減を強いられることになった。しかし現在の中国はまだ高めの成長過程にある。債務残高を強引に減らさなくても、伸び率を成長率以下に抑制することができれば、債務残高のGDP比は徐々に低下していく。

中国の一人当たりGDPは、ようやく1万ドルに到達しようかというレベルである。世界的にみても、この所得水準なら6%台の成長率が一般的である。これまでの成長ペースが決して速すぎたわけではない。今後も、構造調整と安定成長のバランスを保ちつつ、経済を緩やかな拡大トレンドに軟着陸させていくことができると考えられる。

(3) 米中貿易摩擦の激化

では、米中貿易摩擦が激化して、他国を巻き込んで貿易戦争に発展するというシナリオはどうか。米国・中国に関するリスクでは、これが最も不安感を煽るものかもしれない。

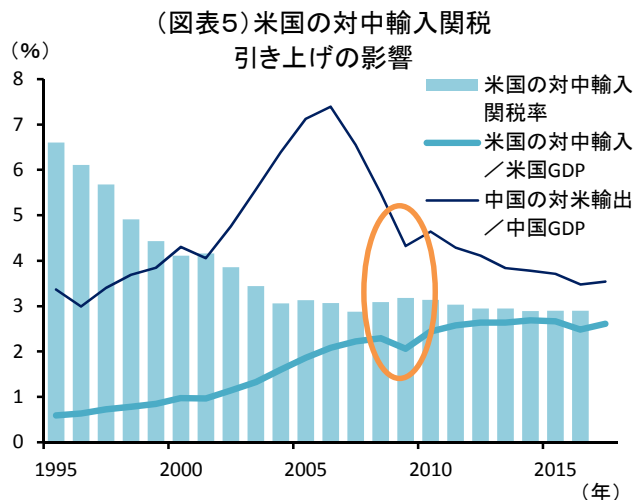
これまで挙げた二つのリスクは、いずれも実体経済に脆弱さを抱えるものの、当局が適切な判断を下し、景気後退は回避されるだろうという議論であった。

一方、貿易摩擦リスクは性質が全く異なる。経済政策に一貫性・大局観がなく、マクロ経済への理解も乏しいと思われるトランプ大統領が主役である。トランプ大統領の第一の関心事は、安定成長の維持などではなく、今秋に予定されている中間選挙に勝つことである。たとえ相手国の報復措置を誘発し、マクロ経済にマイナス影響を与えると予想されても、票につながる判断すれば、躊躇なく関税引き上げを実行するだろう。

もともと、仮に貿易摩擦が深刻化した場合でも、米中景気を失速させるほどのインパクトにはならないのではないかと。

10年前に米中貿易摩擦が激化したころを振り返ってみよう。当時、米国の貿易赤字が急拡大するなか、中国の対米輸出増加への批判の声が高まり、中国製品に対する輸入関税が引き上げられた(図表5)。

これはどのような結果をもたらしたのだろうか。輸入関税引き上げと同じタイミングの2009年に、中国の対米輸出、米国の対中



(資料) WITS、中国国家統計局、中国海関総署、米BEA、米センサス局をもとに日本総研作成

輸入、いずれも減少している。一見、貿易摩擦が両国の貿易取引を減少させたようにも見える。しかし実態は、輸入関税引き上げの影響とは別物であった。2009年は、リーマンショック後の景気後退で、世界経済全体がマイナス成長に陥った年である。中国の対米輸出が減少したのは、この影響が主因である。実際、貿易取引が減少したのはこの1年だけであり、その後は世界景気・世界貿易の回復に連動して、速やかに元のトレンド線上に復帰している。10年後の今振り返ってみれば、輸入関税引き上げの影響はほとんどなかったと判断できる。政治的にも、実体経済へのマイナス影響が深刻化しないよう、ある程度の自制が働くものである。

そもそも、マクロの貯蓄投資バランス論からすれば、特定品目の輸入関税を引き上げたところで、全体の貿易収支を大きく増減させることはできない。米国の貿易赤字は、米国の国内需要が強すぎるのが主因である。対中輸入関税の引き上げで中国との貿易赤字が減っても、他国の貿易赤字が増えるだけである。

ちなみに、当時の米中貿易摩擦も「世界規模の貿易戦争を引き起こしかねない」とマスコミを大騒ぎさせた(ニューズウィーク 2009年11月18日)。貿易摩擦は定期的に浮上するイベントであり、これだけで深刻な景気後退に陥るとは考えにくい。

3. わが国輸出に潜むリスク

以上のように、米中両国が政策面で大失敗しない限り、即座に景気後退に転じることはないと考えられる。では、わが国の輸出に死角はないのだろうか。実は、輸出構造のなかに、海外景気要因よりも深刻な落とし穴が潜んでいる。

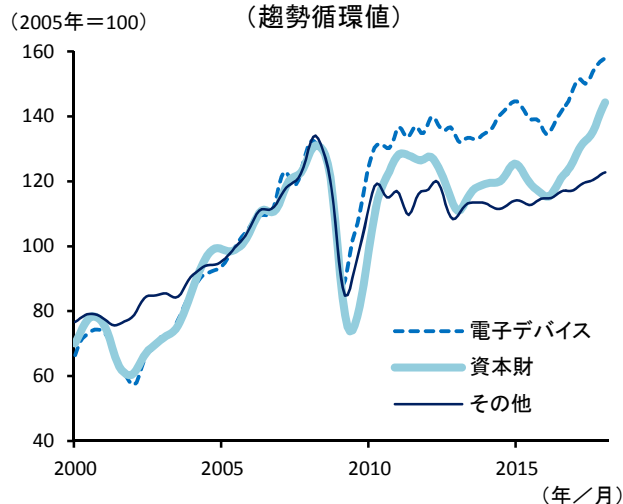
アベノミクス期の輸出の動きをみると、資本財と電子デバイスが急拡大したことが特徴といえる(図表6)。とりわけ、過去2年間はこの傾向がより顕著になった。2018年1月の実質輸出を2年前と比べると、資本財が25.2%増、電子デバイスが17.4%増と、この2分野が突出して増えている。資本財と電子デバイス以外の製品は、輸出増加にほとんど貢献していない。

逆に言えば、もし資本財と電子デバイスが伸びなくなれば、輸出の牽引力は大幅に低下するということだ。そして、資本財と電子デバイス分野はすでにバブル的な様相を帯び、いつ減少に転じてもおかしくない状況にある。

(1) 世界的なITバブル

まず、電子デバイス分野でバブルが起きているのは、日本ではなく世界である。日本の電子デバイス輸出と世界の半導体需要はおおむね連動して成長してきたが、過去2年間は世界の半導体需要が大きく上回るようになった(図表7)。日本の電子デバイス輸出の牽引力が高まっているとはいえ、

(図表6) 品目別の実質輸出
(趨勢循環値)



(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成

世界の半導体需要と比較すれば極めて控えめな伸び方である。

こうした状況は過去にも起きたことがあった。2000年のITバブルである。当時も、世界の半導体需要が急拡大するなか、日本にもそのプラス影響が波及してきたが、日本の電子デバイス輸出は世界需要の伸びを大きく下回っていた。とはいえ、2001年のITバブル崩壊で大きなマイナス影響を受けたのは、世界も日本も同じ。日本はITバブルの主演ではなかったものの、世界的なバブル発生・崩壊に巻き込まれる形で、需要の変動に翻弄されることになった。

もちろん、当時と同じように今回もバブルが崩壊するとは限らない。IoT・AI・自動運転などで電子デバイスの用途が拡大し、需要の裾野が広がっているという見方も多い。実際、一般機械や自動車では、半導体の投入比率が上昇傾向にある。しかし、こうした構造変化説はこれまで何度も浮上し、常に裏切られてきた。最終製品サイクルによって需要の波が大きくなるうえ、大量生産のために仮需も発生しやすいという電子デバイスの本質は、基本的に変わっていないだろう。

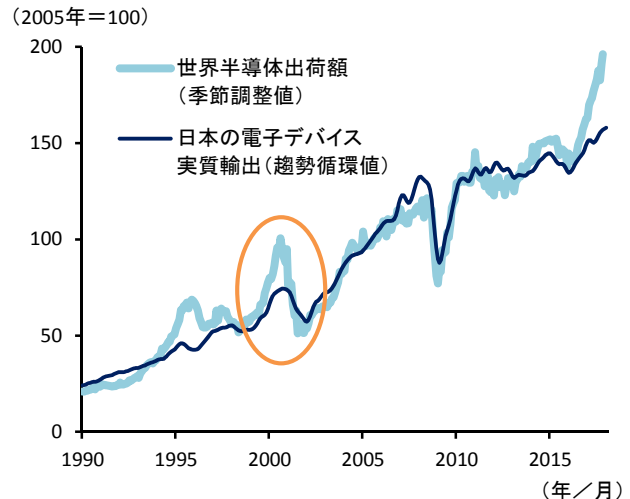
世界の半導体需要は過去のトレンドを大きく上回っており、この上振れ分はバブルと考えておいた方がいいのではないか。今回は増加ペースがとくに大きいだけに、調整圧力もこれまでを上回る可能性がある。当然、世界でITバブルが崩壊したら、再び日本も巻き込まれるだろう。世界の半導体需要が急増し始めた2年前から、日本の電子デバイス輸出は2兆円近く増加している。この分が、潜在的な下振れリスクといえる。

(2) 中国の資本財バブル

電子デバイス以上に心配なのが、資本財輸出の急増である。資本財輸出はほぼ全ての地域向けに増加している。これ自体、世界的な投資需要の持ち直しを反映したものであり、歓迎すべき動きである。問題なのは、中国向けが大きく増加していることだ(図表8)。

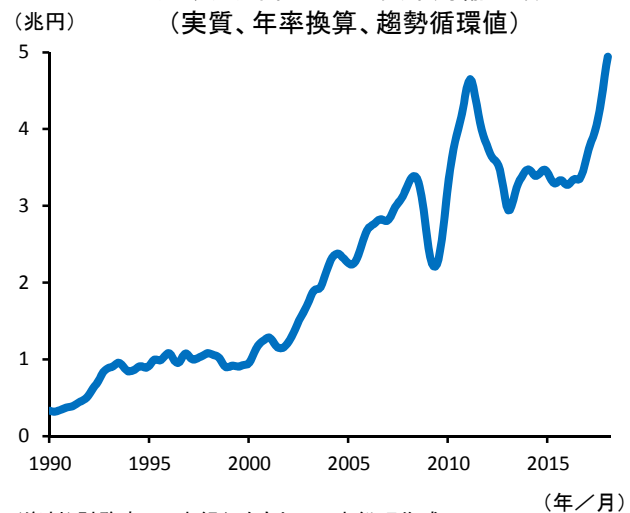
中国経済の現状を踏まえると、中国向けの資本財輸出がこれほど増えるのには違和感がある。中国経済の長期的な方向性は、安定成長を確保しつつ、投資主導型から消費主導型へ経済構造を転換することである。つまり、GDP比でみて高すぎる投資水準を引き下げ、低すぎる消費水準を引き上げ

(図表7)世界の電子デバイス市場



(資料)WSTS、財務省、日本銀行をもとに日本総研作成

(図表8)中国向けの資本財輸出額
(実質、年率換算、趨勢循環値)



(資料)財務省、日本銀行をもとに日本総研作成

ることが、中国政府が目指している経済の姿である。それにもかかわらず、日本の資本財に対する需要が急拡大している。2008年のリーマンショック後に4兆元の経済対策を打ち出したときにも、中国向けの資本財輸出が急増した。足元の伸び方は、当時と比肩しうるものである。政府が投資を抑制しているにもかかわらず、これほど高い伸びを続けるのは、どうみても不自然だ。

もちろん、今回の資本財輸出は、当時と違っている側面もある。当時は、公共投資向けの建設機械や製造用設備などが牽引役であった。しかし今回は、半導体製造装置、工作機械、産業用ロボットなどが牽引している。つまり、当時はハコモノや生産能力を拡大させるための「量的投資」だったのに対し、今回は設備を高度化させるための「質的投資」というわけだ。中身を高性能化しただけなら、全体の資本ストックが増えるわけではない。

しかし、よく考えると、この理屈もおかしい。日本から高性能な資本財を導入して、設備の高度化に成功したのであれば、生産性が向上して潜在成長率も高まるはずである。しかし、中国の成長率はとくに上昇していない。他国に比べて輸出の伸びが高まったわけでもないため、競争力が向上したともいえない。すなわち、日本から大量の資本財を輸入しても、投資効率はほとんど改善していないということだ。

したがって、中国向け資本財輸出の急増は、スタイルを変えた過剰投資とみるべきであろう。中国のマクロ経済は安定成長を続けるとしても、足元の中国向け資本財輸出の急増は持続性がないどころか、どこかで天井を打って反転する可能性がある。中国向けの資本財輸出は、急増が始まった2年前と比べると2兆円近く上振れている。この分が、潜在的な下振れリスクである。

4. おわりに

以上のように、足元の資本財・電子デバイス輸出の急増は、いつ調整局面に転じても不思議ではない。海外景気の下振れリスクは、経済政策を誤ることを条件とした「起きるかもしれない」リスクであった。それに対して、資本財・電子デバイス輸出のリスクは、政策の舵取りとは無関係に、「いつ起きるか」というタイミングの問題ともいえる。今年中に起きるかもしれないし、来年以降に先送りされるかもしれない。バブル需要が根底にあるだけに、タイミングを当てるのは至難の業である。起こりうるリスクとして、シナリオを想定しておくことしか、今できることはない。

考えられる一つのシナリオは、消費増税と同じタイミングで輸出が減少するケースである。アベノミクス期間を振り返っても、常に景気が順調に拡大してきたわけではなかった。2014年から2015年にかけては、景気後退と認定されてもおかしくはなかった。これは、消費増税と輸出鈍化が重なったからである。これから日本経済が直面するのも、これと同じ二つのハードルである。2019年10月の消費税率の引き上げは前回より小幅にとどまるものの、輸出の下押し圧力は前回よりも大きくなりそうだ。資本財と電子デバイスの輸出減少が同時に起きたら、3～4兆円の下押し圧力になる可能性がある。これは、日本経済を減速させるには十分なインパクトである。消費増税と同じタイミングで輸出減少が始まった場合、景気後退の確率はかなり高くなるだろう。

最後に、こうした事態に対して、どのような政策対応を考えておけばよいか。

金融政策については、できることはあまり残されていない。金融政策の手段には限界がないとしても、金融政策の効果はすでに限界まで来ている。新たな行動を起こすとしても、円高進行を阻止するくらいが関の山ではないか。

となると、やはり財政政策にオプションを用意しておく必要がある。厳しい財政事情で大盤振る舞いできない現状を勘案すれば、メリハリをつけた財政支出拡大を検討しておくことが求められる。場合によっては、消費税率の引き上げスケジュールを柔軟に見直すといった対応も検討すべきかもしれない。

以 上