

成長減速が債務リスクを高める世界経済

<要旨>

世界同時株安は2008年の金融危機後の景気後退を想起させ、投資家心理を大きく冷やしている。世界全体の債務規模と貿易推移を当時と比べると、信用リスクと債務増加は新興国と非金融セクターに集中し、貿易量の縮小も新興国に顕著である。2008年当時は、先進国の金融セクターと非金融セクターいずれにも過剰債務があり、金融危機を契機とした先進国の景気後退で、世界全体の経済活動が大幅に縮小していった。

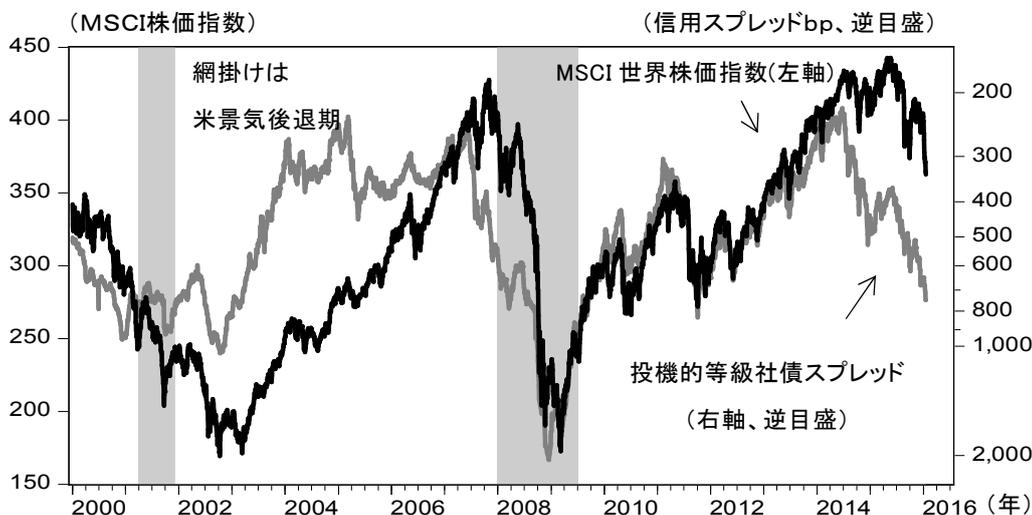
現在は、先進国全てに過剰債務があるわけではなく、先進国の輸入量も増えている点から、世界経済が直ちに景気後退局面入りするとの見方は早計だろう。しかし、信用リスクの所在は、今回は実体経済と関連が深い非金融セクターにあるという意味で、世界全体の成長減速そのものが、債務リスクを高める構造にある。

1. 企業信用リスクの上昇と世界株価の下落

年初来の株安・原油安・ドル高という大きな市況変化に見舞われる前に、市場が発し続けた警戒信号のひとつは、米国の社債市場における信用スプレッドの拡大であった。米国社債市場で観察される投機的等級社債利回りを米10年債利回りで差し引いた信用スプレッドは、1月20日時点で7.5%ポイント(750bp)にまで拡大し、2008年のリセッション前水準に到達した(図表1)。

かかる信用スプレッド拡大は、投機的等級の社債市場で2割近い割合を占める資源関連セクターの企業破綻リスクが大きく反映されたものでもある。しかし、グローバルで展開する米国企業の信用リスクの指標としてみると、過去においても信用スプレッドの拡大(図では逆目盛であることに注意されたい)が世界株価に先んじて変化してきた。従って、その推移と背景にある世界全体の債務状況の変化は、世界経済の景気後退リスクを判断する上でも重要な視点を提供しよう。

図表1 企業信用スプレッドと世界株価指数の推移



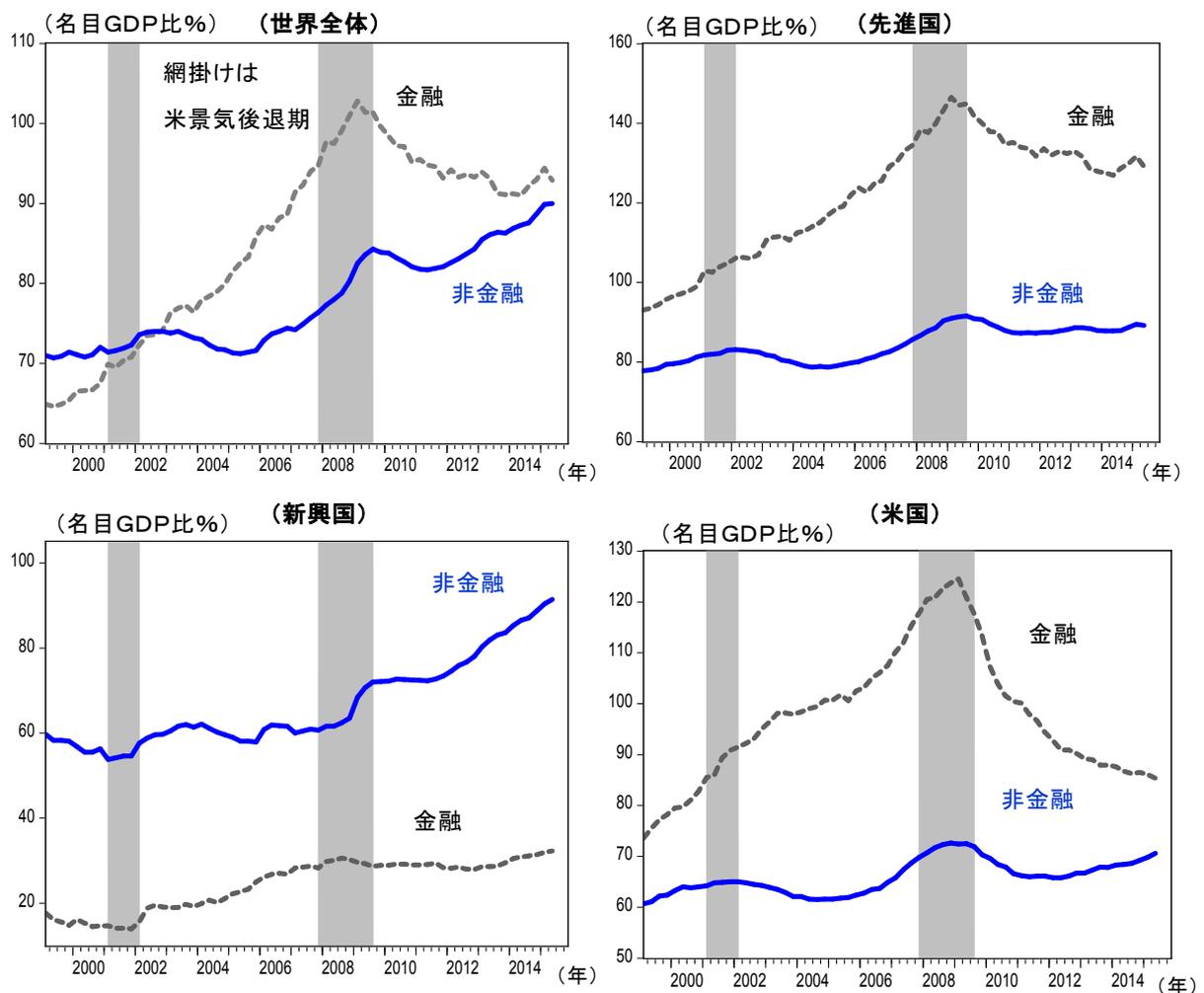
(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

昨年後半より、2016年の世界経済の3つのリスクとして、中国含む世界経済の減速、エネルギー価格の下落、米国の早すぎる利上げが指摘されてきた。米国の利上げは、ドル高と新興国の通貨安を通じて世界経済の回復に水を差す恐れがあり、世界経済の減速は更なる原油安をもたらし、資源国や資源関連セクター企業の財務状況を悪化させるという意味で、相互に関連するリスク要因である。世界的な株価下落の連鎖も、企業破綻とこれに続く景気後退を不安視する投資家心理が増幅されたものと言えるだろう。そこで、現局面が金融危機後の景気後退局面と比べてどのような特徴があるのか、世界の債務状況(金融面)と貿易動向(実体経済面)から点検してみたい。

2. 信用リスクの所在は新興国の非金融セクター

世界全体で見た債務状況についての第一の特徴は、民間の債務規模が金融セクターではなく非金融セクターで拡大していることにある。名目GDP比でみた債務水準を、金融セクターと非金融セクターに分けると、ここ数年は金融セクターの債務規模が縮小する一方、非金融セクターの債務規模が増えている(図表2)。これは、金融と非金融いずれのセクターでも債務規模が拡大していた2008年当時の景気後退局面とは異なる特徴である。とりわけ、ここ数年の非金融セクターの債務増加トレンドは、先進国よりも新興国で顕著となっている。

図表2 名目GDP比でみた民間部門の債務規模の推移

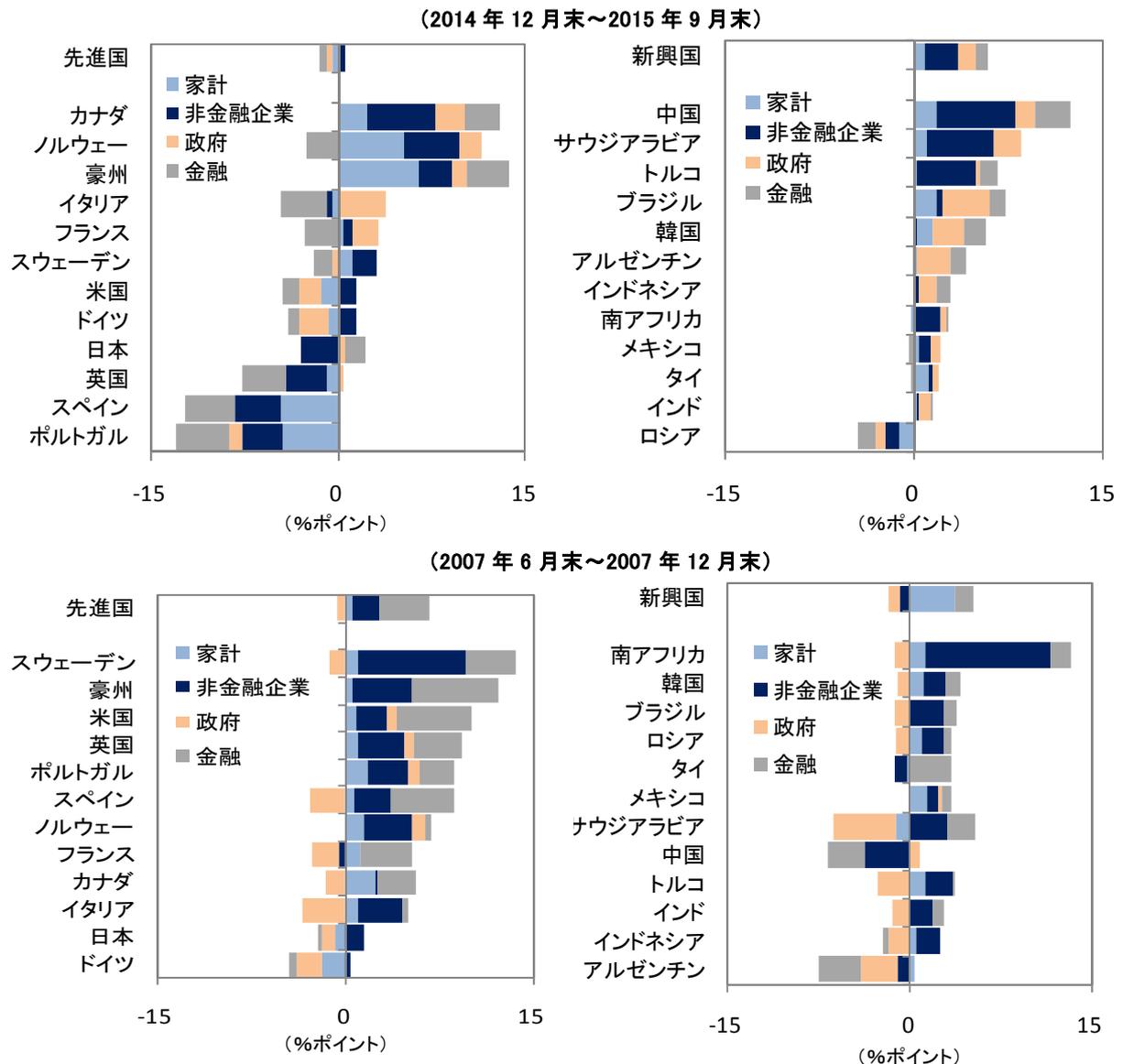


(資料) BIS、IMF統計から三井住友信託銀行調査部作成

第二の特徴は、こうした非金融セクターの債務増加が、家計ではなく非金融企業で生じている点にある。直近半年間の名目GDP比で見た債務増減を、各国ごと、部門ごとに細かくみると、先進国ではすべての国で債務規模が拡大しているわけではない。増えているのはカナダ、ノルウェー、豪州といった資源国に集中している(図表3上段)。日本や欧州など家計や企業を問わず非金融セクターの債務規模が縮小している地域もあり、先進国全体でみれば債務は増えていない。対して、新興国ではロシアを除き多くの国で債務が増え、非金融企業にとりわけ顕著である。

債務増加が新興国と非金融企業に集中する特徴は、2008年の景気後退前と対照的である。2007年央から2007年末までの危機前半期間をみると、先進国ではほぼ全ての地域で非金融企業ばかりか金融セクターの債務が大幅に増えていたのに対し、新興国債務は増えている地域もあれば減っている地域もあり、まだら模様であった(図表3下段)。つまり、信用リスクの所在と危機の契機は、2008年当時が金融発であったのに対し、今回は実体経済と関連が深い非金融セクターにあるという意味で、世界全体の成長減速に起因したものであると言えるだろう。成長率の低下は、GDP比でみた債務規模を拡大させるばかりでなく、返済原資である収益を押し下げるからである。

図表3 先進国と新興国のセクター別にみた名目GDP比債務規模の変化

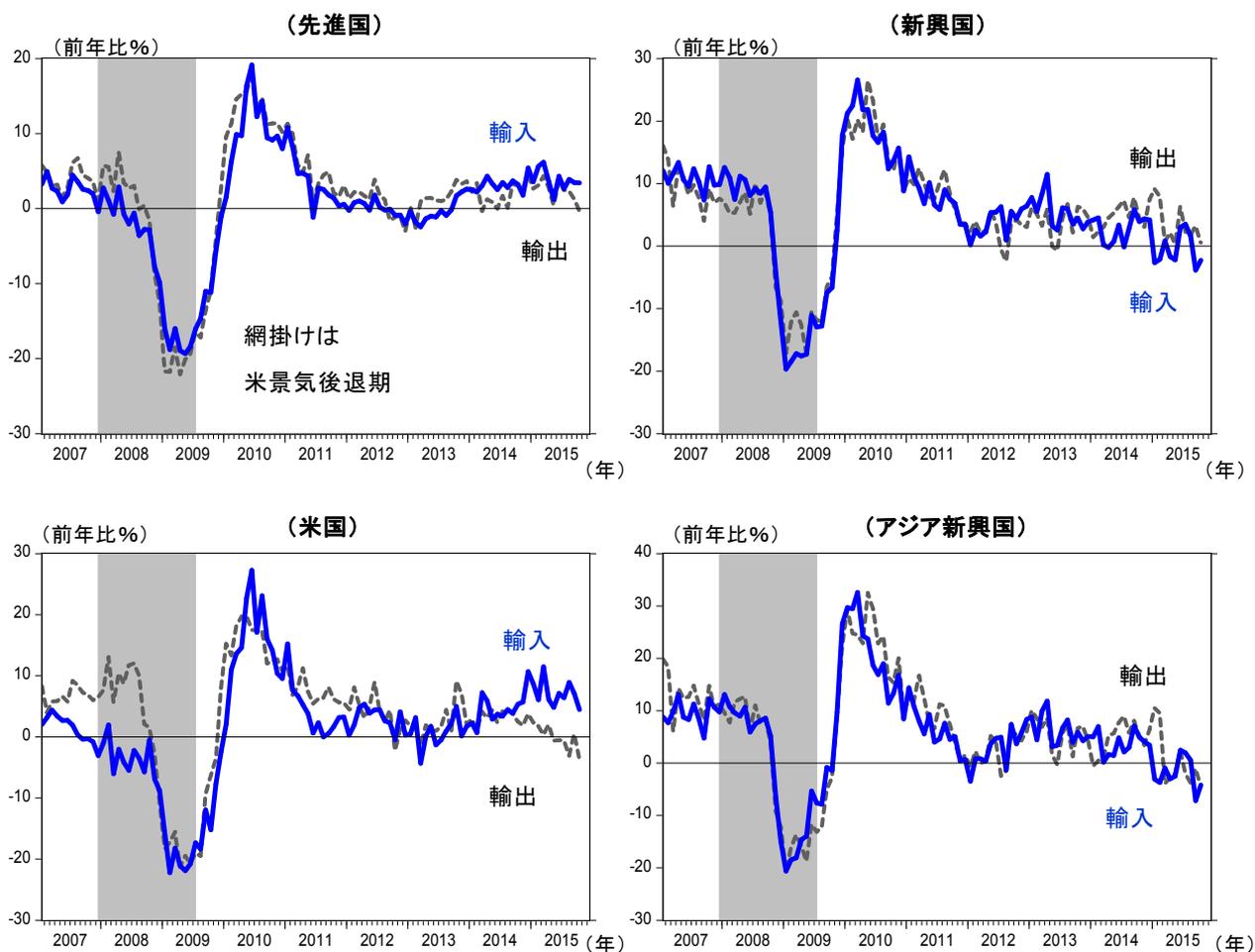


3. 先進国の輸入増が下支える世界貿易推移

世界全体の成長ピッチを如実に表す世界貿易動向には、当時と比較しどのような変化が生じているだろうか。第三の特徴は、新興国では景気後退の様相が強まっているのに対し、先進国では輸入が増え、世界全体の貿易縮小と景気後退を回避し踏みとどまっていることにある。

輸出入数量を先進国と新興国、さらに、その内訳として米国とアジア新興国の4地域に分けてみると、2015年後半以降の新興国の輸出入は、いずれも前年比を下回っている。対して、先進国では輸出(点線)はマイナスであるものの、輸入(実線)は前年比プラスを維持している(図表4)。

図表4 地域別の輸出入数量指数の推移

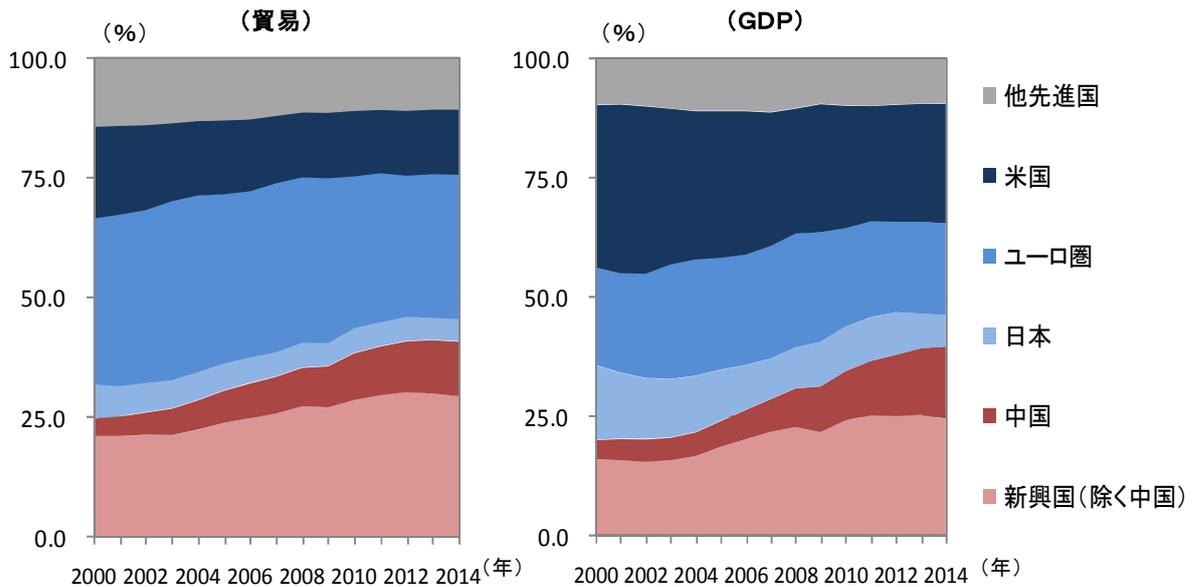


(資料)オランダ経済分析局「World Trade Monitor」より三井住友信託銀行調査部作成

金融危機に端を発する2008年の景気後退局面では、最初に先進国の景気後退により輸入が減り、続いてこれが新興国の輸出入減に波及し世界全体で前年比2割を超える貿易量の縮小をもたらした。世界経済や貿易に占める先進国のシェアは未だ5割を占めていることから、先進国経済の安定は世界景気のアンカーとして働いている(次頁図表5)。

もともと、新興国経済の規模も当時に比べて格段に高まっていることも図表5から読み取れ、新興国経済の減速は先進国の輸出や企業収益の鈍化を通じて、先進国経済そのものの成長に下押し圧力をかけ続ける恐れがある。かかる実体経済の波及も投資家の不安心理の背景にある。

図表5 世界全体の貿易と経済規模の地域別シェアの推移

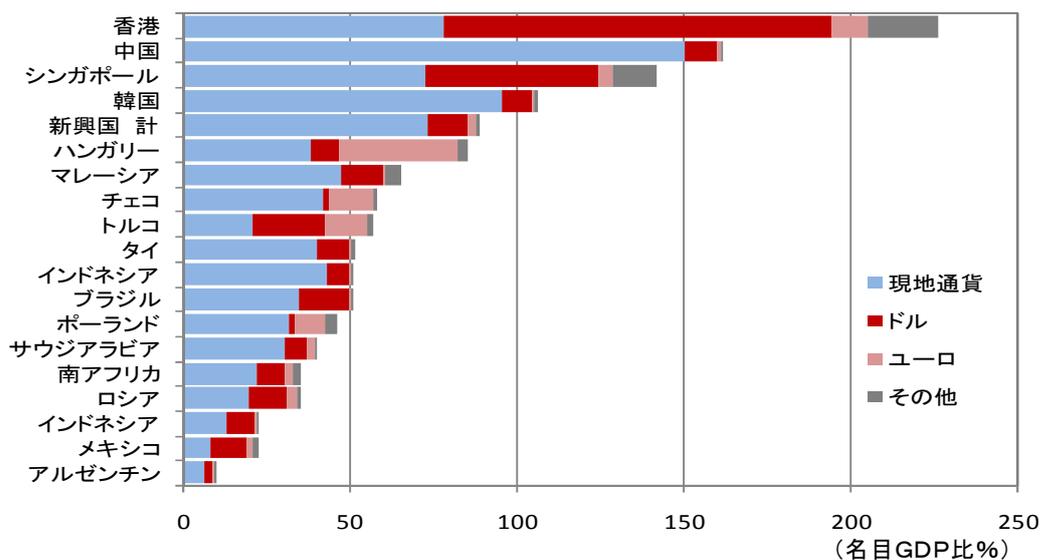


(資料)IMF統計他より三井住友信託銀行調査部作成

先進国の輸入の増加は、新興国からみれば、輸出を通じた外貨獲得という意味で非金融企業の外貨建て債務リスクにも影響を及ぼす。新興国の非金融企業の債務は、大半が本国通貨建てではあるが、外貨建て債務規模が大きい国もみられる(図表6)。非金融企業の名目GDP比でみた債務規模を比較すると、香港やシンガポール、トルコなどでは、ドルが中心の外貨建て債務規模は5割を超え、GDP比でみた規模も大きい。

新興国にとっては、ドル高・新興国通貨安により価格面からドル建て債務が増える経路ばかりでなく、ドル高により米国経済が減速し、先進国全体の輸入と新興国の輸出が減少して外貨獲得が減るといふ実体経済の量の面からも債務返済リスクが高まることになる。

図表6 新興国の非金融セクター債務規模の通貨建て要因分解(2015年3月末)



(資料)BIS、IMF統計から三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめと今後の展望

ドル高と原油安が進む中で、年初来の世界同時的な株安が続いている背景には、米国社債市場における信用スプレッド拡大が映す企業信用リスクの上昇と金融市場の逼迫から、世界全体が景気後退局面入りするのではないかと不安心理が大きく働いている。

世界全体の債務状況(金融面)と貿易動向(実体経済面)から、現局面を2008年の金融危機後の景気後退局面と比べると、企業信用リスクと債務規模の拡大は新興国と非金融セクターに集中しており、貿易量の縮小も、新興国に顕著という特徴がある。対して、2008年当時は、先進国の金融セクターと非金融セクターの過剰債務があり、金融危機を契機に先進国経済が景気後退入りし、世界全体の貿易や経済活動の大幅な縮小へと波及していった。先進国全てに過剰債務があるわけではなく、先進国の輸入量も増えている点から、現時点で世界全体が直ちに景気後退局面入りするとの見方はやや早計だろう。

ただし、信用リスクの所在とリスク拡大の契機は、2008年当時が金融発であったのに対し、今回は実体経済と関連が深い非金融セクターにあるという意味で、世界全体の成長減速そのものが、債務リスクを高める構造にある。成長減速は、名目GDP比でみた債務規模を拡大させるばかりでなく返済の原資である企業収益を押し下げるからである。世界全体の成長期待の低下そのものがリスクとすれば、先進国における金融緩和による景気刺激策の有効性は低い。

かかる構造を踏まえると、今後の市況反転の契機となりうるのは、自明過ぎるくらいはあるが、世界経済のアンカーとなっている米国をはじめとする先進国経済の経済指標、とりわけ内需関連指標や輸入金額が大きく腰折れず、緩慢ながらも相応に堅調さを維持することが確認されることに尽きるのではなかろうか。

(木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。