



# Grant Thornton

An instinct for growth™

2017年7月 第173号

太陽グラントソントン

エグゼクティブ・ニュース

**テーマ：今次世界景気回復の持続性について一戦後最長の景気回復も視野に一**

執筆者：シーフィナンシャルホールディングス株式会社 シニアフェロー、チーフエコノミスト 菅野 雅明氏

**要旨（以下の要旨は2分10秒でお読みいただけます。）**

今月（2017年7月）ドイツ・ハンブルクで開かれたG20サミットでは、気候変動への取り組みを定めた「パリ協定」に対し、離脱を決めた米国とその他の国との溝が埋まらずに閉会しました。このように主要先進国・新興国間での思惑は一枚岩とは行きませんが、経済に目を転ざると、現在の世界の景気は全体として回復過程にあることが窺われます。

今回は、その回復の持続性について日本銀行OBでシーフィナンシャルホールディングスチーフエコノミストの菅野雅明氏に解説して頂きます。分析が非常に詳細に亘るため、要旨はそれを簡略化した形で内容をご紹介します。

イギリスの寓話に、森で熊の家に迷い込み「熱からず冷たからず適温」のスープを飲んだ「ゴルディロックス」という名の少女の物語があります。ここから「過熱も失速もしない良い加減」の足下の世界経済を「ゴルディロックス(適温)経済」と呼ぶ見方が増えています。ただ、「ゴルディロックス経済」はリーマンショック（2008年）前の景気拡大局面でも同様に言われていました。この前回と今次の局面を米国を中心に比べると、今次は原油価格の低下（2008年央140ドル/バーレル、今次50ドル/バーレル）等から、インフレ圧力も低く（コアCPI前年比：前回2.3%、2017年5月1.7%）、FRB(連邦準備理事会)の利上げも緩やか（FFレート誘導目標：前回5.25%、2017年7月1.25%）となっています。こうして見ると、リーマンショック前の「ゴルディロックス経済」に比べ、現在は「スーパー・ゴルディロックス(超適温)経済」と呼べそうです。

先行き見通しも、米国の政策に拠る部分が大きいと思われませんが、前回局面ではFRBが大幅な利上げ（FFレート：1.0%→5.25%）を実施したにも拘らず、不動産バブルを回避できませんでした。これは金融規制の隙間を潜り抜けたサブプライムローンのような金融ビジネスが盛んだったからですが、今では規制が強化され経済過熱リスクは低下しました。またシェールガス・オイルの生産が増加したので、エネルギー価格も安定的に推移する見通しです。地政学的ショックなどのリスクシナリオも考えられますが、景気の腰を折らない程度なら、2019年まで米国景気が持続する可能性があります。

一方、FRBの利上げでは新興国経済への影響が懸念されます。新興国では、米ドル金利水準が上昇すると資本が流出し、自国通貨の対ドルレートが下落する可能性が高まります。自国通貨の下落はインフレ圧力を高めるので、これら諸国の中央銀行では利上げで対抗しようとはしますが、新興国は民間部門の債務比率が高く利上げは国内景気にマイナスとなるため中々踏み切れない事態が生じます。ただ、いずれ大幅な引き締めが予想されると新興国から資本逃避が起これり、世界の金融システムを不安定化するリスクがあります。Brexit交渉を前に、ユーロ圏諸国では財政面での統合が進んでおらず、仮にユーロ危機が再燃すると、金融システムに不安のあるイタリアに飛び火する可能性があります。それはまた、欧州を最大の輸出先とする中国経済などにも波及しかねません。

上記のシナリオは一つの可能性に過ぎませんが、各国政府が目先の安定に気を取られ不人気な改革を避けていると見られる点が気がかりです。現在、日本としてなすべきは、世界的な景気後退に備えての危機管理の検討のほか、成長力を高めるためのシェアリングエコノミーへの移行や雇用改革を推進することであり、今後の改革の進展が将来の日本経済を大きく左右すると考えられます。

「太陽グラントソントン エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちら⇒<http://www.grantthornton.jp/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-6438-9395 e-mail: mc@jp.gt.com  
太陽グラントソントン マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

Grant Thornton Japan is a member firm within Grant Thornton International Ltd ('Grant Thornton International').  
Grant Thornton International and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered by the member firms independently. © Grant Thornton Japan. All right reserved.

## テーマ：今次世界景気回復の持続性について—戦後最長の景気回復も視野に—

ソニー・フィナンシャル・グループ株式会社 シニアフェロー、チーフエコノミスト 菅野雅明

### 1. 戻ってきた「ゴルディロックス経済」

「ゴルディロックス経済」とは「適温経済」を意味するが、その語源はイギリスの童話のなかで「ゴルディロックス」という名前の少女が森の中で熊の家に迷い込み、3皿のスープ（熱いスープ、冷たいスープ、熱くも冷たくもないスープ）のうち、熱くも冷たくもないスープを飲んだ」というエピソードが基になっている。「熱からず冷たからず」ということから「失速もせず、過熱もせず、ちょうど良い加減（の経済）」という意味で用いられることが多く、最近では、足下の経済が「インフレ率が低位安定する中での緩やかな回復」であることから、「ゴルディロックス(適温)経済」との見方が増えつつある。リーマンショック後の回復局面では、ユーロ危機や原油価格急落などから、昨年前半までは世界景気の下リスクが注目されたが、その後は懸念された政治イベントも無事通過したこと、世界的に安堵感が広がり、漸く「(経済の) 適温状態」が意識されるようになった。

しかし、「ゴルディロックス経済」という呼び名は、何も目新しいものではない。リーマンショック前の世界の景気拡大局面当時も「ゴルディロックス経済」と言われていた。そこで、以下では、足下のゴルディロックス経済と前回局面を対比することで、足下の経済の特徴を明らかにするとともに、それを踏まえ今後の経済・市場動向を展望してみたい。まず、ゴルディロックス経済の特徴点を最近の米国を例に簡単に整理してみたい。

まず、第1に、実体経済面では、経済成長率は潜在成長率を上回るものの、その乖離は小幅に止まる。米国経済は足下2%程度の成長軌道にあるが、これは米国の潜在成長率(1%台後半)を小幅に上回っているに過ぎない。また、先行きについても経済の失速リスクはほとんど意識されない一方、過熱リスクも小さい。

第2に、物価面では、低インフレが続く。米国5月失業率は4.3%に低下し、中立水準(4.6%程度)を下回っているが、その割に賃金の上昇が鈍く、インフレ率も低位に止まっている。米国の5月インフレ率(コアCPI前年比)は、2017年1月の+2.3%から同5月には+1.7%に低下している。

第3に、長期金利も低位安定する傾向がある。過去1年間、米国10年国債利回りはインフレ率の低下もあって、1.4%~2.6%の範囲で方向感に欠ける推移を示している。

第4に、資産価格が上昇する。長期金利水準が低位に止まる一方、市場のボラティリティ(価格変動の厳しさ)が低下し、市場参加者のリスクテイク意欲が高まることから、投資資金は株式、不動産、ハイイールド債券のようなリスク資産に流入する傾向が強まる。

第5に、金融政策は緩和スタンスが維持される。「本来あるべき」金利水準を下回る政策金利が維持され、併せて先行きの金融政策についての透明性が確保される結果、多くの市場参加者が「市場に友好的な金融政策が今後も続く」ことを確信、中央銀行への過度な信頼感が醸成されやすい(図1<次頁>)。

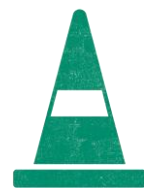
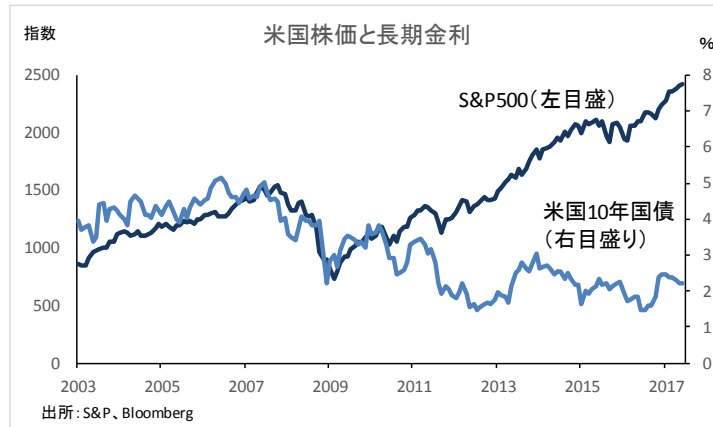


図1：米国株価と長期金利



## 2. 今回は「スーパー・ゴルディロックス経済」

ゴルディロックス経済の特徴である上記5つのポイントにつき、米国経済の例を中心に前回局面（2005-07）と比較してみよう（表1）。

表1：ゴルディロックス経済の姿（米国）

	前回 (2005～07)	今回 (2015～直近)
GDP成長率	2.6%	2.1%
インフレ率(コアCPI前年比)	2.3%	2.0%
期待インフレ率(10年BEI)	2.4%	1.7%
10年国債利回り	4.6%	2.0%
株価(S&P500、上昇率)	37.0%	29.5%

(注1) 株価は、前回：2004/10月～2007/10月、今回は直近3年間

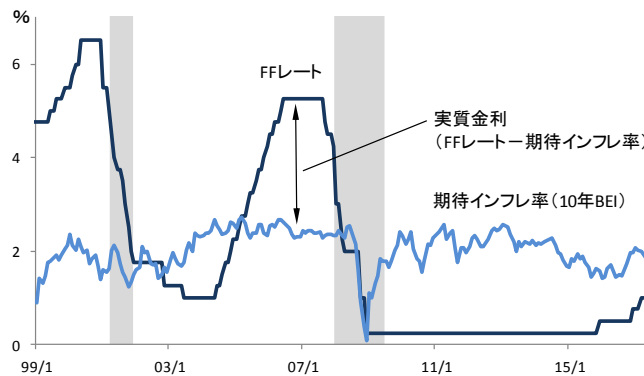
(注2) GDP成長率、インフレ率、期待インフレ率、10年国債利回りは期中平均

(出所) 米国商務省、Bloomberg

- ① 経済成長率：リーマンショック後、世界経済の潜在成長率は明らかに低下した。米国を例にとると、リーマンショック前までは、潜在成長率が2.0%台半ばの下で3.0%強の成長率を維持してきた（2004-06年の平均成長率は3.3%、2017年は1.8%に低下）が、足下では潜在成長率が1%台後半に低下する中、2015年以降の平均成長率は2.1%まで低下した。実際の成長率が低下している一方、潜在成長率も低下しているので、足下の成長率は潜在成長率を上回っているが、両者の乖離幅は縮小している。また、リーマンショック前に世界景気を牽引した新興国経済も減速感が目立つ。中国経済の成長率は10%超から足下では6%台半ばにまで低下している。世界経済は、景気底割れリスクが低下する一方、成長率が急回復するモーメンタム（相場の勢い）も感じられない状態が続いている。
- ② インフレ率：米国のインフレ率も低下している。リーマンショック前の2.3%（コアCPI、前年比）から、今次局面では2.0%弱（2017年5月は1.7%）へ低下している。中国経済の減速もあって、資源価格が低水準にある（前回局面では、原油価格が2008年央に140ドル/バレルまで上昇）ほか、先進国で共通にみられているように、失業率が低下しても賃金上昇率が前回局面ほどは高まっていない点もインフレ率が低い背景である。

- ③ 長期金利：米国10年債利回りは、リーマンショック前の4.0%～5.0%レンジから2014年以降は1.5%～3.0%レンジに低下している。さらに、前回局面では、長期金利はトレンドとして緩やかに上昇した(2004年1月:4.1%→2007年6月:5.0%)が今回局面では方向感に欠ける展開で、長期金利の上値はむしろ低下する傾向がある。
- ④ 資産価格：直近の米国株価(S&P500)は、過去3年間に29.5%上昇したが、これは、前回局面(2004年10月～2007年10月)の株価上昇率(37.0%)を下回っており、さらなる上昇余地がある。一方、住宅価格(S&P CoreLogic Case-Shiller指数、20都市、2017年4月)は、リーマンショック後に35%下落したが、足下では下落幅の85%を戻し、前回ピークまであと5%に迫っている。米国の株価、住宅価格は前回ほどではないが、堅調に推移している。
- ⑤ 金融政策：イエレンFRB(米国連邦準備制度理事会)議長は6月に本年2回目(今次局面では4回目)となる利上げを行い、年内さらに1回(本年計3回)の利上げをする見込みだ。しかし、年内あと1回利上げしたとしても、2017年末のFFレート(金利誘導目標)は1.5%であり、足下の期待インフレ率(1.7%、10年BEI)を下回っている。米国実質政策金利(FFレート-期待インフレ率)は、依然としてマイナスとなっており、緩和的な環境が維持されることに変わりはない(図2)。前回局面では、グリーンズパン議長(当時)はFOMC毎に、年8回のペースで利上げを行った。利上げ開始後1年でFF金利は3.0%となり、当時の期待インフレ率(2.5%)を上回るに至った(ただし、それでも実質金利は小幅のプラスに止まり、金融は緩和的だった)。今回は、FRBは利上げと同時にバランスシート縮小を行うことを明らかにしたが、それも極く緩やかなペースであり、金融政策スタンスは明らかに前回より緩和的だ。

図2：米国政策金利と期待インフレ率



出所: FRB、Bloomberg

以上から明らかのように、今回景気回復局面は前回に比べ、実体経済はより緩やかに成長、インフレ率も低下する一方、長期金利水準は低下し、市場のボラティリティも低下している。金融政策は今回の方がよりハト派的だ。言い換えると、経済の「適温」度合は、リーマンショック前に比較すると、今回局面の方がはるかに「適温」だ。地政学リスクは依然として存在するものの、足下では昨年見られたような政治リスクも後退している。これらを総合的に判断すると、足下の経済はリーマンショック前にみられたゴ

ルディロックス経済に比べ、より「適温だ」という意味で、「スーパー・ゴルディロックス(超適温)経済」と呼ぶのが適当なように思える。

### 3. 「スーパー・ゴルディロックス経済」は長期化

では、先行きについてはどのように考えるべきだろうか。筆者は、足下の「スーパー・ゴルディロックス経済」は、以下の点を背景にかなり長期化する可能性が高いと考えている。

第1は、FRBの緩和的な金融政策スタンスだ。FOMC(連邦公開市場委員会)の政策金利予想は2019年末で2.9%(中央値)だが、仮にこの予測が実現したとしても、2019年末の実質金利(FFレート<代表的短期金利>-期待インフレ率)は1%程度であり、これは米国の潜在成長率(1%台後半、今後1%台半ばまで低下する可能性もある)を下回っている。この間、市場で計測されるFFレート先物(2019年12月)は1.7%とFOMC予測を大きく下回っている。市場は、FRBの利上げがさらに緩やかになると見込んでいる。なお、先行き、何らかのショックで経済や物価見通しが下振れるような場合には、FRBは利上げやバランスシート縮小ペースを緩やかにする、あるいは一時中断することで対処可能だ。リーマンショック前のような景気過熱、資産インフレの加速にならない限り、FRBは慎重な金融正常化スタンスを継続するであろう。

第2は、金融規制の相違だ。前回局面では、FRBが大幅な利上げ(1.0%→5.25%)を実施したにも拘わらず、不動産バブルを回避できなかった。金融規制が金融技術の進歩に追いつけなかったために、「規制の隙間」を潜り抜けたサブプライムローンのような金融ビジネスが盛んになったからだ。今回局面では、さすがに前回の経験に懲りて金融規制は強化され、その結果、先進国における民間部門のレバレッジ(債務比率)は低下している。金融機関貸出が増加することによる経済過熱リスクは低下している。

第3は、長期金利の低位安定が長期化する可能性だ。より正確に言えば、今後長期金利が上昇するにしても、アップサイドは限られる、と考えられる点だ。前回局面では、長期金利が上がらない点を評価して、グリーンズパンFRB議長(当時)は「conundrum(謎)」と表現した(2005年)が、その「謎」は足下でさらに深まっている。長期金利は、実質金利、期待インフレ、リスクプレミアムに分解可能だが、まず、実質金利については、米国経済の労働生産性低下傾向を反映して、自然利子率(需要と供給を均衡する利子率)の低下が指摘されている。米国の自然利子率については、リーマンショック前に2%台だったが、足下では「0~1%のレンジに低下している」(NY連銀ダドリー総裁)との見方が多い。また、長期期待インフレ率も上記のように足下では2%を割り込む水準にまで低下している。さらには、ボラティリティの低下から、リスクプレミアムも低下している。インフレの先行きを議論する場合の鍵となるのは賃金の行方であるが、筆者は、労働需給のタイト化(失業率の低下)にも拘わらず、生産性の趨勢的な低下、高齢化、経済のサービス化、労働節約的な技術進歩などを背景に、当面、賃金の上昇は緩やかに止まると考えている。

第4は、資源価格とくにエネルギー価格の安定だ。前回局面では、原油価格の急騰によりエネルギーコストが上昇したため、エネルギー関連のみならずエネルギーを除く物価も上昇したが、今次局面では、シェールガス・オイルの生産量が増加したため、エネルギー価格は安定的に推移する見通しだ。また、中国経済の減速も資源価格全般の落ち着きに貢献している。

以上の点を踏まえ、先行きを展望すると、今回局面では、経済の適温状況が短期間に終焉する可能性は低いように思われる。少なくとも、前回見られたような過熱感が近い

将来顕現化する可能性は低い。したがって、金融正常化の先頭に立つFRBは緩やかな利上げペースを継続するであろう。実際、市場では、FOMCの平均的な見方である2018年中の年3回の利上げすら「タカ派的すぎる」とみなし、「1回程度の利上げ」がコンセンサスとなっている。

勿論、今次景気回復局面が政治リスク、あるいは地政学リスクの顕現化により2019年以前に終焉する可能性は排除できない。しかし、程度問題の面はあるにせよ、これらのリスクが顕現化した場合には、FRBは金融正常化のペースをダウンすることで対応可能だし、実際、6月FOMC後のイエレン議長は、想定外の事態が起きるような場合には、利上げとバランスシート縮小プランは見直すことを記者会見で語っている。金融政策で吸収しきれない「ショック」がどの程度の確率で起きるのかは不明だが、仮にこうした想定外の巨大ショックが起きないことを前提とすると、世界の主要中央銀行の金融正常化ペースが極めて慎重であるが故に、ゴルディロックス経済は長期化する可能性が高い。筆者は、ゴルディロックス経済の終焉時期を、以前は「2018年後半から2019年にかけて」と考えていたが、米国インフレ率や長期金利の上昇が予想以上に緩やかになっている現状を眺め、こうした傾向はさらに長期化する可能性が高いと判断し、最近では「2019年中も景気回復が続く可能性が以前に比べると高まってきた」と考えている。

ここで、メインシナリオに対する2つのリスクシナリオを考えてみたい。メインシナリオは「世界の景気回復が少なくとも2019年までは続く」というものだが、世界景気は以下のリスク顕現化すると筆者が考えるより早くピークアウトして景気後退に入る可能性もある。

第1のシナリオは、予想をはるかに超える地政学的ショックが発生する場合だ。とくにG3（米国、ユーロ圏、中国）経済が変調をきたす場合には、FRBの金融政策だけでは対応困難だ。世界経済は2019年を待たずに景気後退に入る可能性がある。

第2のシナリオは、米国経済が予想以上に景気が拡大、インフレ率も急上昇する場合だ。このケースでは、FRBが市場の予想のみならず、現在のFOMCの予測（2018・19年末のFFレート：各々2.1%・2.9%）を上回るペースで利上げを加速するであろう。このケースもFRBの利上げがショックとなり、世界的な景気後退がもたらされる可能性がある（詳しくは後記参照）。

一方、景気回復に予想外の逆風が吹いても、それが景気回復の腰を折らないようなものであれば、あるいはFRBの利上げを一時中断することで凌げるようなものであれば、それは景気の過熱を阻止するという意味でゴルディロックス経済にほかならず、結果として景気回復の長期化に寄与するであろう。「（適度に）悪いニュースは、（景気回復の長期化をサポートするという意味で）良いニュース」と言える。

#### 4. 「スーパー・ゴルディロックス経済」の終焉とは



今回、2009年7月に始まった米国景気回復が、仮に2019年末まで続くとする、1990年代の10年間続いた戦後最長の景気回復期間を超えることになる。筆者はその可能性が高まりつつあると考えている。しかし、何事にも終わりはある。今回の景気回復の終焉は、過去3回の景気回復がそうであったように、FRBの金融引き締めがきっかけになるであろう。

足下では、トランプ減税やインフラ投資計画に対する懐疑的な見方が広がっているため、米国経済の先行きに対する楽観論はむしろ後退している。トランプ大統領の指導力に対する疑問から米国政治の混乱が懸念されるようになると、その経済面への悪影響は免れないであろう。そうした状況下でFRBが利上げを継続しても米国景気は大丈夫だ

ろうか。筆者は、こうした緩やかな景気減速がそのまま景気後退につながる可能性は低いと考える。実際に米国景気が予想外に減速する場合には、(前記のように)FRBは利上げを一時中断して対応しうるので、ソフトパッチ(景気の踊り場)となることはあっても、本格的な景気後退には至らないであろう。その意味では、米国経済は下方リスクに対する抵抗力を備えているといえる。

一方、米国経済が上振れる可能性については、目先についてはさほど期待できない。しかし、足下で市場の関心が薄れているトランプ減税やインフラ投資が今後大規模に実施されるような場合には、長期金利が緩やかに上昇するなかで、資産価格が一段と上昇、資産効果から個人消費が増大し、さらには堅調な企業収益を背景に設備投資も増加するとみられる。最終的には、賃金上昇率も加速してインフレ率も上昇するであろう。であれば、FRBが利上げをして、いずれ政策金利水準が臨界点(景気後退の引き金となる水準)を超えることはありえない訳ではない。筆者は、景気の持続性という観点からは、米国景気が下振れる場合より、上振れる場合の方が要注意と考える。しかし、米国経済のレバレッジが低いうえ、政策効果で米国経済が上振れたとしても、その持続性には疑問が残るので、FFレートが上記臨界点に達するのはかなり先のことになるであろう。

## 5. 新興国発の金融危機はあるか

グローバルに考える場合、筆者が懸念するのは、FRBの利上げによる新興国経済への影響だ。新興国経済では、米国の利上げが続き、米ドル金利水準が上昇すると、資本が流出し自国通貨の対ドルレートが下落する可能性が高まる。自国通貨の下落はインフレ圧力を高めるので、新興国の中央銀行は利上げで対抗しようとするであろう。ところが、多くの新興国では、民間部門の債務比率が既に高水準になっていることから、利上げは国内景気にとって大きなマイナスとなる。したがって、これらの中央銀行は、国内景気を考えれば利上げは控えたいところだが、為替レートを安定させるためには利上げが必要となり、難しい判断を迫られることとなる(図3<次頁>)。

ここで、新興国の中央銀行の対応は2つに分かれるだろう。中央銀行が国民に不人気な利上げを実施出来る国と出来ない(あるいは遅れる)国だ。政治的圧力などで利上げが出来ない(あるいは遅れる)場合には、インフレ→自国通貨下落→インフレの悪循環が起き、いずれ大幅な金融引き締め(利上げ)を余儀なくされるだろう。どの程度の通貨下落が生じるのか、という点については、まさに当該新興国の政策に対する市場の信認に依存する。市場の信認が失われる場合には、多額の資本流出、あるいは資本逃避(キャピタルフライト)が起きる可能性がある。利上げは、債務比率が高い水準にある新興国にとっては厳しい選択となる。利上げで企業破綻が増加すると、最悪の場合には金融システム不安が台頭することとなる(図4<次頁>)。



図3：民間非金融部門債務比率（1）

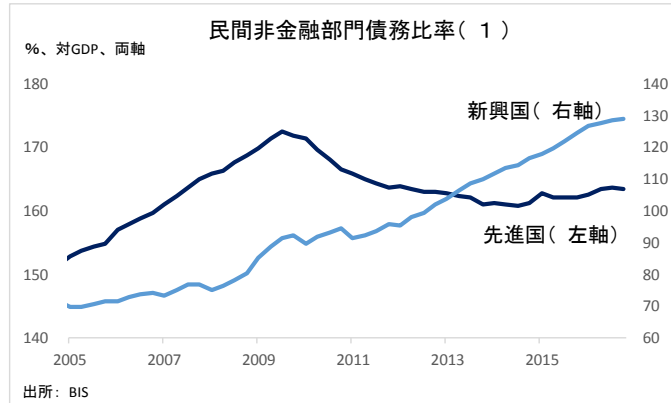
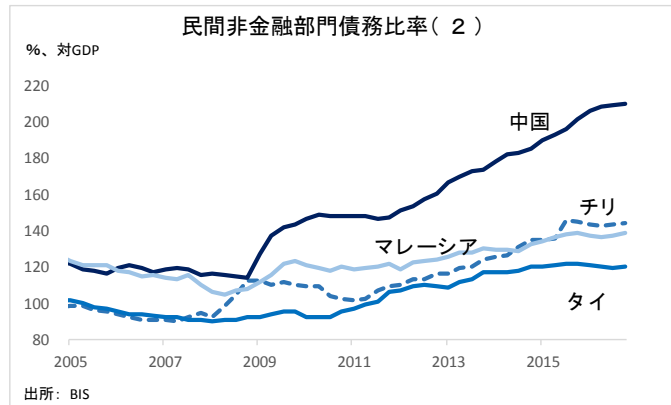


図4：民間非金融部門債務比率（2）



過去にも新興国の金融危機が起きたことがあった。それとの関連で考えると、足下では新興国通貨の多くが変動相場制に移行しているため、その分資本逃避に対する抵抗力はついていないことは事実だ。アジア通貨危機（1997年）が起きたのは、当時多くのアジア新興国が固定相場制を採用していたので、固定相場の維持が困難になると大幅な切り下げを余儀なくされ、そこにヘッジファンドなどの為替投機（新興国通貨売り）が発生する余地があった。その点、変動相場制の下では、為替が小刻みに変動することで、いわば「ガス抜き」が可能になり、大規模な投機の発生を防止できる。しかし、反面、世界の為替市場の規模は30年前とは比較にならないほど膨張しているため、新興国の政策対応に市場が不信感を抱くと、やはり大規模な資本流出は起きるだろう。確かに、新興国の外貨準備は以前に比べると増加しているが、為替市場の規模の拡大を考えると、外貨売り介入を通じる外貨準備で対応できる余地は限られている。

過去の新興国危機は、中南米金融危機など、政府の財政赤字ファイナンスに絡んだ危機（ソブリン危機）が大半だった。ところが、将来に起きるかもしれない新興国問題は、過剰債務を抱える民間部門の破綻の増加に伴う金融システム不安という先進国型の金融危機になる可能性が高い。先進国の場合には、過去に起きた金融危機の苦い経験から、銀行監督制度やマクロプルーデンス政策（金融システムの安定を目的とする政策）に加え、国内に預金保険制度などのセーフティネットを構築し、金融危機を未然に防止するとともに、金融危機が起きた場合にも機動的な対応が取れるシステムを構築したが、新興国の場合には、金融システム対策が十分とは言い難い。

そもそも、新興国については、とくに2000年以降、高い潜在成長力と先行きに対する楽観的な見通しから大量の資本が先進国から流入したが、リーマンショック後は成長



率が低下したことから民間部門の債務比率が上昇した経緯がある。それでも、先進国の金利水準が、先進国中央銀行のハト派的な金融政策の結果、低水準に止まっていた状況下では、資本流出の問題は顕現化しなかった。ところが、FRBを先頭に、先進国中央銀行では金融政策正常化に舵取りを変更しつつある。FFレートがどこまで上昇すると危険ゾーン入りするかは不明だが、米国の利上げが新興国からの資本流出を加速させるリスクには留意する必要がある。



## 6. 先進国への危機波及はあるか

仮に、一つあるいは複数の新興国で資本逃避が生じ、新興国発の金融危機が発生したとしよう。その場合に、先進国への危機波及は回避できるだろうか。

勿論、一部の国・地域で起きた金融危機が世界景気を直ちにピークアウトさせる可能性は低い。世界経済は、今次景気回復局面でも、ユーロ危機（2010-13年）、原油価格急落（2014年）を乗り越えてきた。しかし、今後数年間、ゴルディロックス経済の下で資産価格が上昇傾向を続けると、いずれかの時点で資産価格が過大評価されないとも限らない。小さなショックで資産価格が急落するリスクがある。

ここで気になるのは、先進国での政策対応余地が限定的なことだ。FRBでは、必要に応じて、一旦引き上げた金利水準を引き下げ、量的緩和を復活することが可能だが、ECB（欧州中央銀行）と日銀では、金融正常化が十分に進む前に景気後退が始まる可能性がある。日銀とECBでは、バランスシートの拡大を止める（あるいは緩やかにする）ことは出来ても、米国のようにそれまでにバランスシート縮小を進捗させることができるかどうかは疑問だ。また、ECBでは、小幅の利上げが実施される可能性があるが、日銀の場合には、利上げが可能かどうかすら微妙なところだ。次の景気後退が始まる時点で、米国を除く中央銀行の政策金利水準はゼロあるいはゼロに近い水準に止まっている可能性もある。米国でも、前回景気後退局面入りする直前の政策金利は5%強だったが、次の景気後退が始まる前の政策金利水準は前回に比べ、かなり低いことが予想される。その意味では、（米国が相対的に恵まれているとはいえ）次の景気後退局面での主要国中央銀行の選択肢は限られる見込みなので、景気後退は（底が浅いとしても）長期化するリスクが存在する。

市場への影響を考えてみよう。グローバルな景気後退が始まると、G3（日米欧）の中では、（上記のように）米国は利下げで対応でき、その結果ドル安が進むであろうが、欧州と日本は、中央銀行の選択肢が限られているため、ユーロ高、円高となり、その場合にはデフレ圧力が増すことになる。日欧での対応は財政面が中心にならざるを得ないであろう。あるいは、財政と金融の協調が問われることになる。この点、日本では、政府債務残高が巨額になっているが、大幅な円高を受け入れる体力は残っていないので、財政と金融の協調は比較的容易に行われるであろう。デフレリスクが高まる下で日銀が国債買入額を増やしても長期金利が上昇しないのは、これまでの経験で明らかだ。

筆者が懸念するのは欧州の情勢だ。欧州では、Brexit交渉がこれから始まるなか、ユーロ圏諸国では、長年の課題である財政面への統合は遅々として進んでいない。ギリシャ問題、南欧問題はひとまず沈静化しているように見えるが、今次局面で景気回復の出遅れが目立つイタリアでの金融システム面での脆弱性が懸念材料だ。欧州経済が景気後退に陥ると、ユーロ危機が再燃するリスクもある。ギリシャに端を発し2013年に終了したユーロ危機の場合には、ポルトガル、スペインでの国家財政、金融システムの安定性が問題になったが、仮にユーロ危機の再燃があるとすると、そこでの焦点はイタリアに移る可能性もある。その場合に留意すべきは、イタリア経済の規模だ。イタリアの

GDPはユーロ圏の15.6%、スペインの1.5倍だ。次に起きるかもしれないユーロ危機がイタリアに飛び火する（あるいはイタリア自身が引き金を引く）場合は、IMFとECBは台頭する金融システム不安に対して難しい判断を迫られることになる。また、財政支出拡大に対しては、ドイツは消極的であろう。

欧州経済が不安定化すると、欧州を最大の輸出先とする中国経済にも影響する。中国でも、民間債務比率は上昇傾向にあるが、成長率がさらに低下すると、過去に行った投資採算が悪化し、不良債権はさらに増えることになる。中国の不動産価格上昇傾向は今後も続くかもしれないが、景気後退が現実のものとなると、言われて久しい不動産バブル崩壊のリスクも高まることとなる。

このほか、先進国の政治情勢にも不安が残る。世界経済がピークアウトすると、低下し続けてきた失業率は反転上昇することになる。過去にもそうであったように、人々の不満は高まる。ただし、過去と異なるのは、世界経済の潜在成長率が低下する中で貧富の格差が拡大しつつある点だ。このことは、実質的な生活水準が悪化する人々の割合が上昇することを意味する。政策面での対応余地が限られ、一方国内での閉塞感が強まると、反グローバリズム、保護貿易主義が台頭するリスクが高まる。そうだとすると、こうした潮流は世界の経済成長率を押し下げる方向に作用し、政治はさらに不安定化するリスクがある。

## 7. 今、日本は何をなすべきか

通常、経済予測は半年から1年がせいぜいであり、先行き数年間の予測をする場合には、いくつかのシナリオを示し、その蓋然性を検討するのが一般的だ。上記のシナリオもあくまで一つの可能性に過ぎない。足下のゴルディロック経済が短期に終焉する可能性もあれば、2019年を超えてさらに続く可能性もある。また、一部の新興国経済が不安定化したとしても、それは地域的な問題に止まり、世界景気の後退をもたらさない場合もあり得よう。仮に世界景気が後退したとしても、軽度な後退に止まる可能性もある。その意味で、上記シナリオは、一つの思考実験に過ぎない。

ただし、筆者が懸念しているのは、足下、各国政府の政策対応が、目先の対応に追われ、本来取り組むべき課題からは目を背けているようにみられる点だ。目先の安定を追求するあまり不人気な痛みを伴う改革を避けていると、将来いずれかの時点で、そのツケを払うことになるのは、歴史の教えるところだ。

では、現在、日本として何をすべきか。第1は、将来起きる可能性のある世界的な景気後退に対する危機管理政策を早急に検討すべきだ。危機が来てから対策を練るのでは遅すぎる。ただ、それだけでは不十分だ。底の深い世界的な景気後退が起きたとしても、それで世界が終わる訳ではない。

第2に、より長期的な戦略として、世界景気期後退の後に来るであろう景気回復局面での成長力を高めるための政策だ。国内では、生産性の上昇を促すシェアリングエコノミー（モノ、サービスなどを共同利用する経済）への移行や雇用改革の推進などが課題だ。足下ドイツ経済は好調だが、これは、リーマンショック前に行ったシュレーダー首相の雇用改革の成果でもある。一方、構造改革が遅れたイタリア経済は、今次景気回復局面では経済が低迷し苦戦している。今後数年間の改革の進展度合いが将来の日本経済を大きく左右するであろう。

以 上



#### 執筆者紹介

---

**菅野 雅明(かんの まさあき) 1949年 東京都生まれ**

ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社 シニアフェロー、チーフエコノミスト

#### <学歴・職歴>

1974年 東京大学経済学部卒業  
1974年 日本銀行入行  
1979年 シカゴ大学大学院経済学修士  
1991年 ロンドン事務所次長  
1994年 調査統計局経済統計課長  
1997年 調査統計局参事  
1997年 日本経済研究センター主任研究員  
1999年 JP モルガン証券(株)チーフエコノミスト  
2017年4月より現職

#### <主要著作等>

日本経済新聞「十字路」「経済教室」、日経 QUICK「QUICK エコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT 出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「News モーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。