

## 世界景気のターニングポイントを探る

## —景気拡大は長期化する可能性大、その後の減速・後退リスクに要注意—

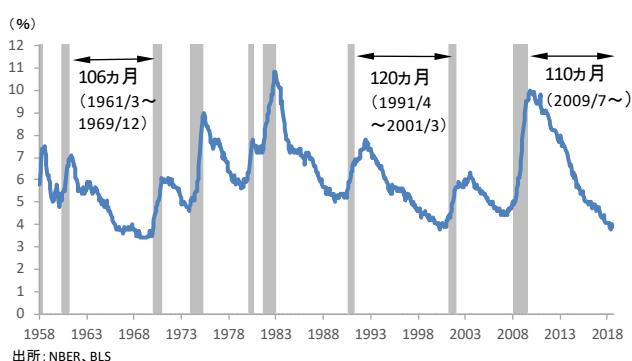
KEY  
POINT

- 米国の景気拡大は 2020 年を超え、戦後最長となる可能性が大(メインシナリオ)
- 米国では 2020 年初までに逆イールドとなる見込みながら、金利水準の低さからみて景気後退の予兆とは言えず
- 米国景気が目先減速する場合、FRB の政策修正により、景気拡大が長期化する可能性も(サブシナリオ)
- 新興国債務増大、通商摩擦激化、国際協調後退と米国のインフレが同時に起きると、景気後退リスク高まる
- 銀行システムは健全化したが、シャドーバンキングなどを通じクレジットバブルが起きている可能性
- 次の景気後退は、金融・財政政策での対応余地が限られているため、長期化するリスクも

米国景気の回復は 10 年目となり、戦後最長(1990 年代の 120 ヶ月)の更新が視野に入ってきた(図表 1)。FRB(連邦準備理事会)の利上げが進む中、米国景気の転換点に関する議論も活発化している。日本については、東京オリンピック・パラリンピック後の景気減速・後退を懸念する向きも見られる。確かに、日本には、日本特有の景気循環があり、円高により一時的に景気後退となる例(2012/3-11 月)もあるが、真に注意すべきはグローバルな景気後退が日本に波及する場合だ。当レポートでは、現在世界経済を牽引する米国経済の先行きを展望し、足下の景気拡大がいつまで続くかを検討するとともに、景気減速・後退リスクについても点検することとしたい。

米国の長短金利差縮小傾向から、早ければ来年にも景気後退が始まるとの見方もあるが、当社では、米国の金利水準や過熱現象の欠如などからみて、世界景気は 2020 年を超えて拡大基調を維持すると予測する。中期経済予測には、現在問題となっている新興国債務・通商摩擦・国際政治などの要因も勘案する必要があるが、最も重要なのは米国の金融政策だ。

(図表 1)米国の失業率と景気循環



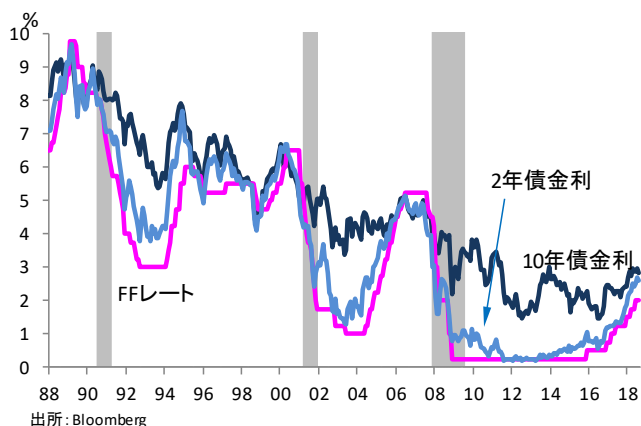
## 1. 景気の転換点と金融政策

過去の景気後退入りは、予想されない大きなショックや政策のミスがきっかけとなった例が多いが、こうしたショックや政策のミスを予測することは容易ではない。実際、過去を振り返ると、エコノミストの景気後退予知能力について高い評価を下すことは出来ないものの、景気後退入りに前に経済に何らかの過熱症状あるいは歪みが蓄積され(実際には後になって気づく例が多いが)、その後の中央銀行による利上げにより資金の流れが急変し、景気後退に至っている例が多い。金利水準が上昇すると、小さなショックでもそれが引き金となり、景気後退に至る可能性が高まる。世界経済をリードする国の中央銀行の金融政策が予測のポイントとなる。1980 年代後半では、日銀の利上げが 1990 年初の世界景気後退に大きな影響を与えた。今次局面では FRB の利上げペースが鍵となる。

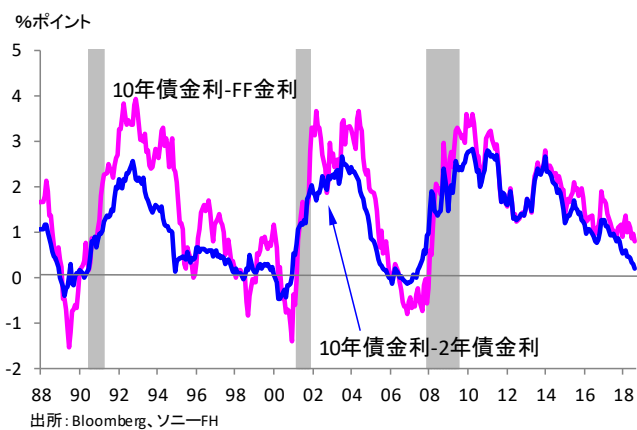
## 2. 重要なのは長短金利差よりも金利水準

FRB は 2015 年 12 月に利上げを開始、2018 年 6 月までに計 7 回の利上げ(各 0.25%)を行い、足下での FF 金利目標は 1.75-2.0%となっている。一方、2015 年以降の米国 10 年国債金利の動きをみると、2016 年央にかけ一時 1.5%割れまで低下したあと上昇に転じ、足下では 3.0%前後で推移しているが、長短金利差は縮小傾向にある(図表 2・3、次ページ)。なお、長短金利差については、10 年国債金利と 2 年国債金利の差に注目する場合もあるが、ここでは、短期金利予測として FF 金利を用いるため、10 年債と FF 金利の差をもって長短金利差とする(どちらを用いても議論の大勢には影響しない)。

(図表 2) 米国の長短金利



(図表 3) 米国の長短金利差

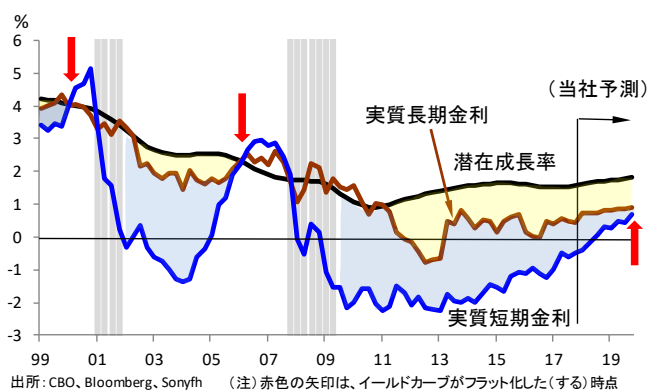


過去の長短金利差と景気循環の関係を見ると、たしかに、長短金利差が解消、逆転した(逆イールド)後に景気後退入りしていることは事実だ(図表 2・3)。しかし、長短金利差が解消してから景気後退入りするまでの時間差をみると、景気循環局面によって異なる。タイムラグは、前回景気回復局面(2001/11-2007/12)で1年6カ月、1980年代の回復局面(1982/11-1990/7)では1年5カ月、また前々回局面(1991/3-2001/3)では利上げと利下げを繰り返したため、最初にフラット化・逆イールド化してから景気後退入りまで5年3カ月を要している。今次局面では、当社の予測では、2019年10-12月期にはFF金利と10年国債金利が3.25%で並び(フラット化)、2020年早々には逆イールドとなる見込みだ。

ここで、見落としてならないのは、過去にイールドカーブが逆イールド化した時の「実質長短金利水準(実質金利=名目金利-期待インフレ率)」はその時点の潜在成長率を上回っていた、という事実だ(図表 4)。前2回の景気拡大局面では、実質長短金利が潜在成長率を上回ってから最長でも1年半以内に景気後退となっている。実質金利が潜在成長率を上回れば、企業は設備投資を控え、個人も消費・住宅投資を抑制するので、景気にとっては明らかにマイナスだ。足下では、米

国の潜在成長率が1.9%まで上昇している(米国議会予算局、CBO)一方、実質短期金利はゼロ(FF金利と期待インフレ率がともに2.0%)、実質長期金利は1.0%(10年国債金利は3.0%、期待インフレ率は2.0%)と潜在成長率を大幅に下回っている。短期金利(FF金利)については、最大年4回の利上げと、従来に比べ利上げペースが緩やかに止まっていることも重要な要因だ。

(図表 4) 米国潜在成長率と実質長短金利

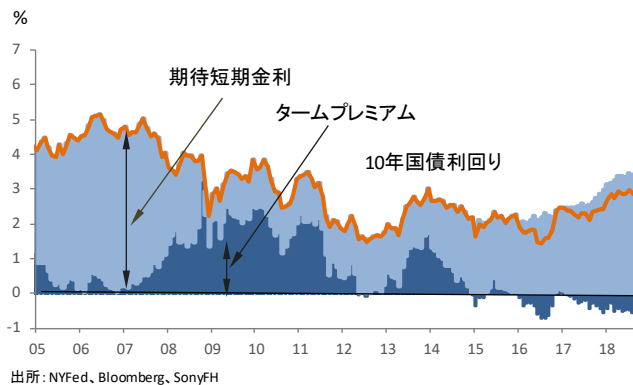


先行きについては、潜在成長率が2020年に向けて2.1%に上昇すると見込まれる(CBO)なか、実質短期・長期金利とも上昇するが2021年末時点の実質短期金利は1.75%(FF金利3.75%-期待インフレ率2.0%)、実質長期金利は1.5%(同3.5%-2.0%)と潜在成長率(2.1%)を依然として下回る見込みだ。米国内の潜在成長率と実質金利の関係を見る限り、景気後退になりにくい。

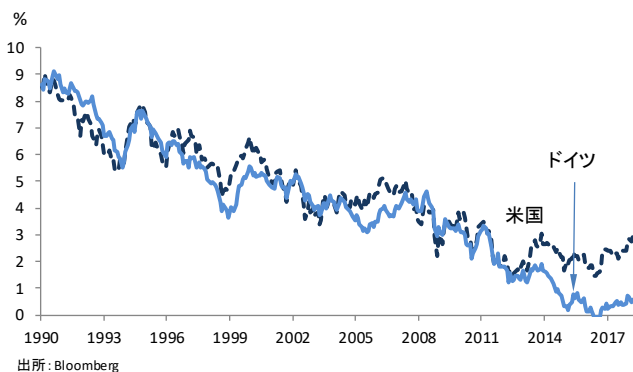
ここで重要なのは、長期金利の水準だ。今次局面では、長期金利がかなり低い水準でイールドカーブのフラット化・逆イールド化が実現する可能性が高い。むしろ、問われるべきは、なぜ長期金利が上昇しないのか、という点だ。既に過去の当レポートでも紹介したように([Kanno Report「2018年世界経済の最大リスクはインフレ率上昇-米国イールドカーブはフラット化から逆イールドへ」](#)2018年1月参照)、長期金利は、期待短期金利とタームプレミアムに分解されるが、米国10年国債金利の場合、期待短期金利(今後10年間に期待される翌日物金利の平均値)は順調に上昇し3.5%程度となっているのに対し、タームプレミアムは-0.5%と大幅なマイナスとなっている(図表 5、次ページ)。タームプレミアムがマイナスとなっているのが、長期金利の上昇が抑制されている原因の一つだが、タームプレミアムが急速に低下し、マイナスとなったのは2015年初であり、ECBが量的緩和を開始した時期(2015/1月)と一致する。以後、ドイツ国債金利は急低下し、それまでほぼ似たような水準を維持してきた米国国債金利と

の乖離が拡大した(図表 6)。この間、日銀も大規模な金融緩和で国債買入を増額し、2016 年にかけて日本国債の金利は低下傾向を辿った。

(図表 5) 米国長期金利のタームプレミアムはマイナス



(図表 6) 米国とドイツの 10 年国債金利



その後、FRB はいち早く量的緩和に終止符を打ったが、日独、とくにドイツ長期国債金利が低い(直近でも 10 年国債金利は 0.5%程度)状況下では、米国債金利に上昇圧力がかかると、海外から資金が流入し、金利上昇を抑制することになる。ECB は本年 12 月に資産買入を終了し、2019 年秋以降利上げを開始する見込みだが、留意すべきは、FRB は国債の買入れを終了したとはいえ、依然として大量の国債を保有しているほか、ECB も目先、保有国債を売却する予定はない。日銀は、国債買入を減額し「ステルス・テーパリング」を実施しているが、国債買入を終了する目途はたっていない。こうした状況下では、米国の長期金利に上昇圧力がかかっても世界の投資マネーが米国債に流入し、米国国債のタームプレミアムは、今後マイナスが多少縮小することはあっても、プラスに転じる可能性は低い。とすると、米国 10 年国債金利は、最終的に 3.5%程度(期待短期金利 3.7%、タームプレミアム-0.2%)と 4.0%を下回る水準で落ち着く可能性が高い。名目長期金利 3.5%は、実質金利ベースで考えると 1.5%(期待インフレ率 2.0%を前提)となり、潜在成長率 2.1%を下回っている。

以上をまとめると、米国の実質金利の上昇が鈍いのは、ドイツと日本の低い長期金利との裁定が働く結果、ということになる。もし、以上の見方が正しければ、米国実質金利は潜在成長率を下回り続けることとなり、米国経済を長期間下支えするだけでなく、資産価格押し上げにも寄与することになる。もっとも、その結果、世界経済には新たな歪み(資産価格の過大な上昇)が蓄積される可能性がある点には留意する必要がある。

ただし、以上の議論が成立するためには、物価の安定の持続が前提となる。今後、米国のインフレ率が加速すれば、FRB は直近の FOMC での予測値(2020 年末に FF レートは 3.4%へ)を上回って上昇することになる。当社では、実質長期金利が潜在成長率を下回る水準で頭打ちになるとの前提の下では、米国景気を潜在成長率並みに減速させるためには、FF レートをさらに引き上げる必要があると考える。当社の 2021 年末 FF 金利予測 3.75%(本年計 4 回、2019 年 3 回、2020 年 1 回、2021 年 1 回、各 0.25%の利上げを見込む)が、さらに上振れる可能性もあり、その場合には逆イールドが一層進むことになる。

### 3. 世界経済は景気後退への抵抗力を増す

リーマン・ブラザーズの破綻が世界経済にとって大きな足枷となったのは、米国で金融危機が発生し、それまで盤石とみられていた米国を中心とする世界の金融システムが機能不全となるリスクにさらされた結果である。日本の場合も、1990 年代の資産バブル崩壊に伴う不良債権処理に手間取ったために、金融システム不安がくすぶり続けたことが 1990 年以降の経済低迷の大きな要因となった。

リーマンショック後、米国を中心に、主要国では、銀行の健全性確保について一段と注力され、銀行資本の充実と銀行による過大なリスクテイクの抑制が図られたため、主要国での金融のシステムリスクは大幅に軽減された。さらに、中央銀行間の国際協調も進展した。仮に一国で外貨不足が生じて、中銀間の通貨スワップ協定(自国通貨を担保に、協定で定められた範囲内で外貨を借り入れることが出来る、という取極め)により、外貨が補給される体制となっている。日本の場合、日銀は米国、EU、英国、スイス、カナダ、オーストラリアの各中銀と通貨スワップ協定を締結している。同時に、企業部門でも過剰債務の返済が進み、民間部門の債務対 GDP 比率は低下した(デレバレッジの進展、次ページ参照)。先進国の民間部門のバランスシートは健全化し、金利上昇に対する抵抗力もついていく。

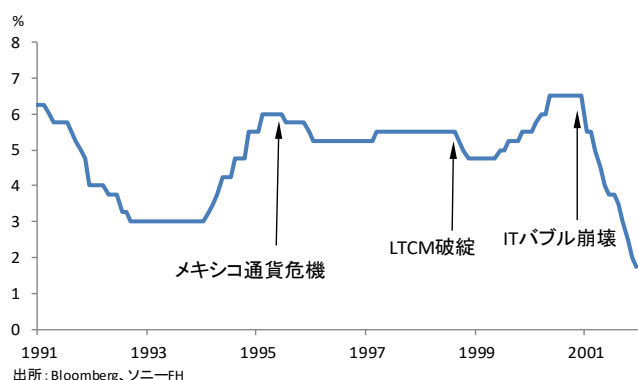
また、新興国でも、アジア通貨危機(1997年)の際に顕現化した固定相場制の問題点を克服すべく、変動相場制に移行する国が増えた。さらに、新興国での資本規制が緩和されるなかで外貨準備も増えた(米国の累積経常赤字の裏側という側面もあるが)結果、新興国発のシステムリスクも軽減された。一部の経常赤字、高インフレの新興国通貨は、今後も不安定な動きを示すことはあっても、それが直ちに先進国に波及して世界経済を揺るがすような事態となる可能性は低い。

#### 4. メインシナリオとサブシナリオ

足下の世界経済は、一部の新興国通貨危機、トランプ大統領発の通商摩擦、地政学リスクなど多くのリスクに直面しており、いずれも今後の推移を注視する必要がある(詳しくは後記「5. リスク要因を探る」参照)が、米国の金利水準の低さや世界経済のショックに対する頑健性を勘案すると、世界経済の拡大は2020年を超えて続く、という見通しがメインシナリオとなる。

とはいえ、今後数年間、世界経済が順風満帆に推移するというのも考えにくい。実際、今次局面でも、リーマンショック後の回復過程で、ユーロ危機(2010-12)、原油価格急落・人民元ショック(2014-16)が起き、回復のペースはまだら模様であり、金融政策にも影響を与えた。前者では、ECBが資産買入・量的緩和を開始した一方、後者では、FRBが2015年12月から始めた利上げのペースを遅らせる原因ともなった。

(図表7)1991年から2001年のFF金利



前々回景気回復期(1991-2001)の米国金融政策の対応もサブシナリオを考える上で参考になる(図表7)。FRBは景気回復の3年目となる1994年2月から利上げを開始し、計7回(3%ポイント)の利上げを行ったが、メキシコ通貨危機(1994/12月)のため、1995年7月には利下げに転じた(計3回、0.75%ポイント)。その後、1997年3月には再び利上げ(0.25%)を実施したが、アジア通貨危機(1997/11月)とロシア危機(1998/8月)

に伴う金融市場の混乱からデリバティブ取引で高い収益をあげていた大手ヘッジファンド LTCM(ロングターム・キャピタル・マネジメント)が破綻し、金融システム不安が高まったため、FRBは1998年9月以降利下げを行った。この結果、金融市場は安定を取り戻したので、FRBは1999年6月から利上げを再開し、2000年5月にはFF金利を6.5%まで引き上げた。

ここで重要なことは、米国経済は、メキシコ通貨危機、LTCM破綻などのショックにも拘わらず、FRBの政策修正により、景気後退入りを回避できた、という点だ。先行きを展望すると、何らかのショックが米国経済を襲う可能性は否定できないが、その場合には、ショックの大きさに応じて、FRBは利上げを中断、あるいは利下げを行って柔軟に対応するであろう。とくに、経済理論などの先入観にとらわれず、実務的な対応が予想されるパウエル議長のもとでのFRBではなおさらだ。また、先に述べたように、実質長短金利水準が潜在成長率を下回る状況下での対外ショックはFRBの政策で吸収しうる可能性が高い。

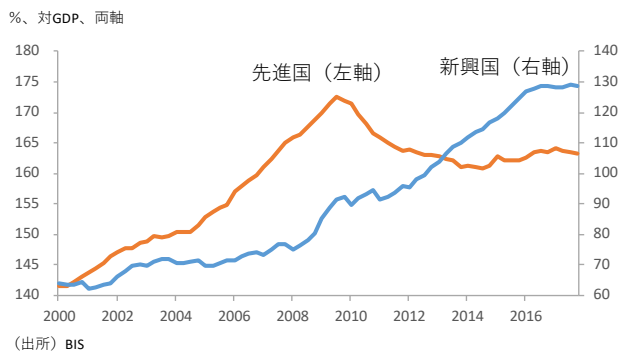
今後、ショックが発生してFRBが利上げを長期間中断あるいは一時的な利下げをするケース(サブシナリオ)では、一旦生じた過熱あるいは歪みが解消することから、景気後退入りの時期は先送りされることとなる。1990年代の場合、景気後退は第1回目の利上げ開始から7年後のことであった(前回局面では2004年6月の利上げから3年半後の2007年12月に景気後退入り)。今回の第1回目の利上げは2015年12月だが、先行き起こる可能性のあるショックに対応してFRBが政策を修正することにより、経済の安定を確保することができれば、世界景気は2020年半ばまで拡大基調を続けることも想定できる。サブシナリオの下では、目先の米国および世界の成長率はメインシナリオに比べ低下するが、景気の過熱も同時に回避されることで、今次景気拡大局面の寿命はさらに延びることとなる。

#### 5. リスク要因を探る: 新興国の過剰債務に懸念

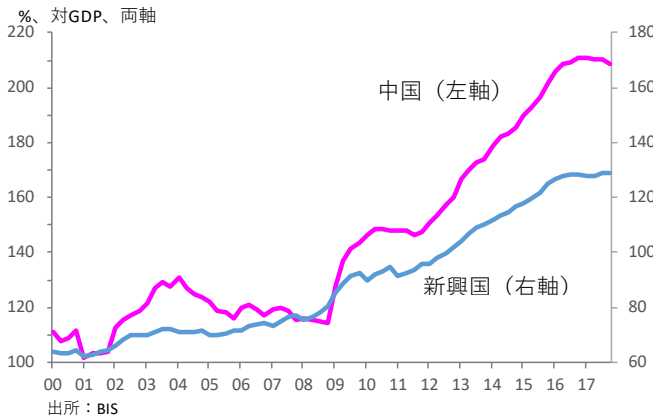
しかし、予測しうるリスクを筆者が軽視している訳では決してない。筆者が最も懸念しているのは、新興国の債務水準の上昇だ。リーマンショック後、先進国が低金利・量的緩和政策を実施したこともあり、投資マネーは新興国に流れ込んだ。また、新興国でも、国内の金融資本市場が整備されつつあったことから、民間企業(公的企業の民営化分も含む)が銀行借り入れや債券発行などを通じ資金調達を増額してきた。このほか、家計の借り入れが増加した国もある。この結果、新興

国の民間部門(金融を除く)債務の対 GDP 比率が急上昇している。先進国の民間部門がリーマンショック後、過剰債務を削減(デレバレッジ)したのとは対照的だ(図表 8)。新興国の中では、中国の民間債務が急増している。リーマンショック後の景気回復の原動力として金融を緩和した結果だ。昨年からは、中国の政策が「安定重視」にシフトした結果、シャドーバンキングなどを通じる資金供給が減速したので、足下では民間債務の対 GDP 比率は横ばいに転じている(図表 9)が、中国政府が米中貿易戦争による経済減速懸念に対抗して再び金融緩和とバイアスを強めたことから、今後同比率は再び上昇する可能性が高い。

(図表 8) 非金融民間部門の債務比率(対 GDP)



(図表 9) 中国の非金融民間部門債務比率(対 GDP)



新興国での高い債務比率は、米国での金利上昇に脆弱だ。米国金利の上昇は、新興国企業にとっては、資金流出により資金のアベイラビリティが低下するほか、外貨建て債務が多いため、ドル高により自国通貨建ての債務が増加する。一方、新興国の中央銀行では、自国通貨が下落すると、インフレのリスクが高まるため、利上げにより資金流出を抑制しようとするが、これは自国経済にとってマイナスだ。もっとも、こうした現象は、新興国全般ではなく、経常赤字国、対外債務(とくに短期債務)が過大な国、外貨準備が少ない国で顕著だ。すでに、アルゼンチンやトルコでは自国通貨防衛策として大幅な政策金利引き上げを余儀なくされているが、投機的な新興国通貨売りは、一部の他

の新興国へも波及している。確かに、これらの新興国通貨を巡る動きについて、今後も要注意であることは間違いないが、現時点で判断する限り、先に述べた理由から、これが近い将来、先進国へ波及し、世界経済拡大の腰を折る可能性は低いと考えている。

第 2 のリスクは通商摩擦だ。米国は、これまでに発表した中国からの輸出品 500 億ドル相当への 25%関税に加え、2000 億ドル相当にも 10%の追加関税(両国が通商協定で合意しなければ、来年から 25%に引き上げ)を課すことを 9 月 18 日に発表した。米中貿易戦争が関税報復合戦となり、さらに激化するリスクがある。ただし、トランプ大統領発の通商摩擦が米中貿易戦争に止まる場合の世界経済への影響は限定的だ。確かに、関税賦課は米国の消費者物価を押し上げるが、関税収入分は減税などにより消費者へ還元されると前提すると、米国 GDP への直接的な影響は 0.2%程度の押し下げに止まるとの見方が多い。一方、中国でも、すでに金融緩和とインフラ投資の増加を発表している。中国の GDP は、米中貿易戦争がなくとも 6%台前半への減速が見込まれていたもので、米中貿易戦争は中国経済のさらなる減速要因だが、国内の景気刺激策により、その大半は吸収しようと考えている。要は、米中とも、関税引き上げ後の政策次第で、関税引き上げの国内経済への直接的影響をかなり減らすことが出来る。

ただし、米中貿易戦争と IT 関連の覇権争いは長期化すると考えるべきであろう。トランプ政権は「中国製造 2025」を批判しているが、中国はこの点に関しては譲歩する気配は感じられないからだ。当面のリスクは顕現化しないにしても、中長期的なリスクはむしろ高まると考えるべきだ(Kanno Report「[米中貿易摩擦は覇権争いの前哨戦? - 米中はツキジデスの罠を回避できるか -](#)」、2018 年 4 月参照)。

ただし、米国対欧州・日本・カナダとの通商摩擦が深刻化する場合には、話は別だ。上記米中戦争の米国経済への影響の試算も、第 2 次効果(経済の先行きに対する悲観的な見方が広まることで設備投資、個人消費が減速する効果)は、考慮していないが、米国が対中国にとどまらず、世界を相手に通商摩擦を激化させる場合には、設備投資などへの影響は無視できなくなり、世界経済にとっての大きな脅威となる。日本経済にとっても、米国が輸入車への関税を大幅に引き上げると、深刻なダメージとなる。世界経済の景気後退リスクが高まることもありうる。現段階では、このリスクが顕現化することはメインシナリオには入っていないが、事態が急変する可能性には留意すべきだ。

第3のリスクは、金融システムに関するリスクだ。上記のように、リーマンショック後、銀行の健全性が改善され、銀行監督体制も充実されたので、金融危機を未然に防止する体制が整備されたことは評価する。しかし、同時に、銀行を経由しない資金の流れ、すなわちシャドバンキングや投資ファンド経由の資金の流れが大幅に増加しており、この面からのショックが発生した場合の金融システムへの影響は未知数だ。今次景気拡大局面では、低金利が続いたため、行き場を失った資金が投資ファンド経由で低格付け債券（ハイイールド債券）や非上場企業株式（PE）へ流れている。これが行き過ぎるとクレジットバブルとなる。米国の金利上昇や、量的緩和の縮小が起きると、こうした資金の流れが巻き戻され、企業金融がタイト化し、銀行の不良債権が増加する負の連鎖が予想を超えて拡大するリスクもある。

第4のリスクは、インフレリスクだ。筆者は、米国の労働需給のさらなるタイト化により、賃金上昇率は今後も緩やかに高まると予想するが、ドル高により、輸入物価の上昇の一部は吸収されること、稼働率の上昇で生産性向上が見込めること（労働生産性は長期的には低下傾向にあるが、短期的には景気拡大とともに回復が見込める）、労働代替的な技術進歩などから、米国でのインフレ率の上昇は限定的と予想するが、場合によっては、賃金上昇と関税賦課による消費者物価上昇が米国での期待インフレ率を高め、結果としてインフレ率が予想を超えて上昇するリスクもある。このケースでは、FRBの政策自由度は大幅に制限される。こうした状況下で、何らかのショックが発生すると、本来であればFRBが利下げによりショックを吸収できたはずが、利上げの継続（あるいは利上げの加速）により、ショックを倍加するような事態もないわけではない。また、米国での利上げが加速するような場合には、新興国からの資金流出が加速し、新興国リスクも高まる。さらに、ドル高をトランプ大統領が批判し、通貨戦争が始まるリスクもある。米国でのインフレ率が加速する場合には、上記のリスクが同時に顕現化する可能性があるため要注意だ。

第5に留意すべきは、国際協調の行方だ。上記のとおり、中央銀行の間の国際協調はリーマンショック後、一段と強化されたが、政治面では、反グローバリズム・ポピュリズムの台頭で協調関係が揺らぐリスクが増大している。大きなショックが発生しても、それが世界的な金融危機に至らないようにするためには中央銀行の協調が不可欠だが、中央銀行の役割は流動性の供給に止まる。「流動性の供給」とは一時的な借金であり、返済義務が生じるが、当該国の事情で返済が滞るケースも考えられる。その場合、国際機関が肩代

わりするなどの対応が必要になるが、その点についての明確な規定はない。場合によっては、国家間での争いに発展するリスクもある。

## 6. 次の景気後退の姿とは

次に考えるべきは、景気後退になった場合、どのような経済の姿を想定すべきか、という点だ。具体的には、景気後退の深さと期間だが、「ショックの大きさ」「政策対応」「政治」の3つの視点で考えてみたい。

ショックの大きさそのものを予測することは困難だが、金融危機に至るようなショックかどうか重要なポイントだ。前回のリーマンショック後の景気後退が深刻になったのも、世界経済の中心である米国に金融危機が発生したからだ。それに比べると、2001年のハイテクバブル崩壊後の景気後退は、（不良債権処理が遅れた日本を除くと）金融システム自体への不安は小さく、FRBの利下げで対応できた。今回の景気拡大局面では、銀行融資、株価、不動産価格、資源価格などに過熱現象は見られず、先進国での経済の歪みは小さいことから、「次の景気後退の谷は浅くなる」（当社のメインシナリオ）可能性が高い。しかし、それでもリスクが完全に排除されたわけではない。

あくまでも「仮に」ということだが、ユーロ圏の景気が大幅に減速あるいは後退した場合、とくに南欧経済は打撃を受け、金融システム不安が台頭する可能性もあるが、とくに政治が不安定なイタリアを巻き込むような不安が台頭した場合、域内の協調体制が維持されるかどうかは微妙だ。米国についても、銀行を中心とするシステミックリスクは大幅に軽減されたが、それは、喩えていえば、津波に対する防潮堤の高さを従来の2メートルから10メートルに5倍引き上げたようなものだ。20メートル級の津波が発生した場合には、防潮堤だけでは防ぐことは出来ない。問題はそれだけには止まらない。米国では、リーマンショックの後遺症として、銀行への公的資金注入のアレルギー症状が続いている。可能性は低いだが、万が一、米国で金融システム不安が発生した場合、米国政府・FRBは公的資金注入により銀行を救済できるだろうか。FRBはそのために銀行に対する厳格なストレステストを実施しているが、その想定を上回るようなストレスが発生する可能性は否定できない。

景気後退の期間については、政策対応と密接に関係する。景気後退に陥ると、通常は、金融緩和と財政支出増加の対策が取られるが、米国を除く先進国の多くでは金融緩和のための「のり代」は過去に例をみないほど小さい（米国の利下げ余地については、今後の利

上げ次第)。財政政策については、これまでの景気拡大局面では、税収の増加、歳出削減により財政赤字が減少していたので、景気後退局面では思い切った財政政策を発動できたが、今次局面では、米国ですら財政赤字を拡大し続けているので、この面での「のり代」は小さい。さらに、リーマンショック後は、中国が4兆元の景気対策を実行したことが世界景気の回復に寄与したが、中国にこのような役割はもはや期待できない。景気後退時の景気の谷の深さについては、幾つかのケースが考えられるが、政策対応の選択肢の少なさを考えると、景気後退の期間は長期化する可能性が高い。

最後に、最も不透明で予測困難なのが「政治」の役割だ。反エスタブリッシュメント、反グローバリズム、ポピュリズムが台頭してきた背景には、先進国における所得格差の拡大という根深い問題があり、先進国政府はこの問題に答えを見出していない。先進国における所得格差拡大の背景の一つは、グローバリズムの進展で、先進国の中間層が新興国との競争に追いついていけなかったという面がある(この結果、新興国の富裕層が先進国の中間層に代わって世界経済の牽引役になっている)ほか、技術進歩により急速に変化しつつあるビジネス環境のなかで先進国の中間層は低賃金を余儀なくされている、という面もある。足下では、失業率が歴史的に低水準となっているにも拘わらず人々の不安が高まっているが、次の景気後退局面で失業率が高まると、人々の不安はさらに高まることが予想される。ポピュリズムが高まると、金融危機が起きた場合に銀行への公的資金注入が困難になり、国際協調にも支障が出かねない。

以上述べたことは、あくまで最悪シナリオであり、これらのリスクが目先、全て顕現化する可能性は低い。あくまで蓋然性の話だが、筆者はこうしたリスクを勘案しても、世界経済は2020年を超えて拡大基調をたどる公算が高く(メインシナリオ)、その期間がさらに長期化する可能性もある(サブシナリオ)と考えている。ただし、景気拡大の期間が長期化すればするほど、現在は小さな歪みであっても、次第に膨張する可能性は高くなる。また、先に記したリスクのいずれかが顕現化する可能性も高まる。その意味では、幾つかのシナリオを常に想定し、新たな経済指標や政策対応、政治の動きを勘案して適宜シナリオを修正していくことが重要になろう。

菅野雅明



## 尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



## 菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「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。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



## 渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



## 石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。



## 本レポートについてのご注意

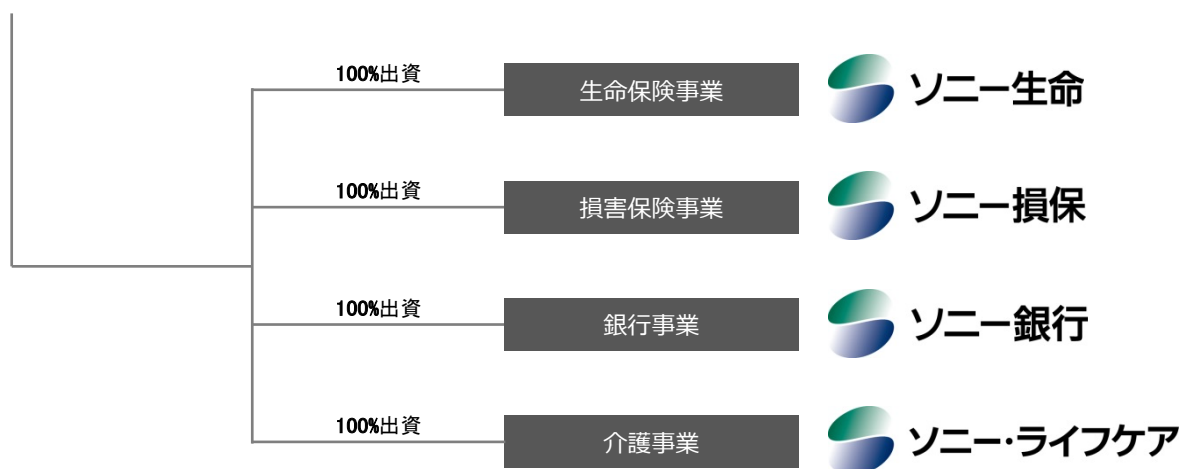
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものではありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものではありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfh.co.jp>