

# グローバル・リスク・ウォッチ Vol.29

## いつか来る景気後退後の世界 他

=====

《index》

1. いつか来る景気後退後の世界(大山)
  2. [トランプ政権の金融規制見直しは進む\(勝藤\)](#)
  3. [長雨が景気の熱を冷ます?\(熊谷\)](#)
  4. [聖地エルサレムでの衝突とその背景\(茂木\)](#)
  5. [講演最新情報\(2017年8月時点\)](#)
- =====

### 1. マクロ経済金融に係るリスクの概観(トレンド&トピックス)

#### いつか来る景気後退後の世界

有限責任監査法人トーマツ リスク管理戦略センター長 大山剛

先進国では相変わらず強い成長が続いています。特に欧州と日本経済の強さが際立っています。ただその一方で、米国や日本では、物価や賃金の上昇が加速する動きがまだみられません。こうしたこともあって、7月には一時上昇する兆しを見せていた長期金利も再び元の低い水準に戻ってしまいました。先月号で指摘したような主要国中央銀行のタカ派方向への一斉の「心変わり」は、その後の中銀幹部の火消しの発言もあって、市場の意識からは次第に遠ざかっているようです。結果的に、株式市場等のリスク性資産価格は、再び騰勢を強めつつあります。

そんな相場に最近冷や水を浴びせたのが、地政学と政治リスクの高まりでした。北朝鮮情勢は足許一段と緊迫化する方向にあり、米国による軍事行動の可能性も出ています。また米国トランプ政権の混迷度も深まる傾向にあり、政権の政策遂行能力への不安が嘗てないほど高まっています。いまのところ株式相場は、こうしたイベントをこれまで同様一過性のものとみなしているせいか、市場の本格調整にまでは至っていません。但し、「ダンスに踊りつかれた」面々が、熱狂の最途中で抜け出すという野暮なふるまいは見せたくないものの、一方でそっと抜け出す言い訳を一所懸命探しているようにも伺えます。

さて、米国経済の拡大局面は既に9年目に入っており、日本経済の拡大も戦後2番目の長さの「いざなぎ景気」を近く追い抜く勢いです。もっとも、これまで永遠に拡大を続けた経済はないわけで、既にこれだけ長い景気回復局面が続いたのであれば、そろそろ景気後退期を迎えると考えるのが自然でしょう。問題なのは、こうした長い景気拡大の後の景気後退が、これまでと同様の規模の後退で済むのかということです。

通常の景気後退は、例えば在庫循環や物価上昇に促された金融引き締め等がトリガーになったと言われていました。もっとも最近では、在庫調整の技術が進歩すると同時に在庫の経済に占める役割が低下することで、在庫が景気を左右する力が弱くなりました。また物価も、最近はなぜか労働市場が極端に過熱化しても、動意をみせなくなりました。この結果、景気の拡大局面の期間が延び、金利が低位安定する中で資産市場の過熱化だけが進むといった構図が、2006年以前の世界に台頭したのです。その長かった景気拡大局面も、結局、「ダンス・パーティ」に忍び込んだネズミ(サブプライム・ローンと不良債権化した証券化商品)でパニックと化した群衆がパーティ会場(リスク性資産市場)から雪崩を打って逃げ出し、これが金融危機を起こすといった「劇的な形」で終わりました。当時こうした事態は、金融制度の欠陥や「大手金融機関のモラルにもとる行動」に起因する「金融危機」がトリガーをひいた非常に特殊な状況だと解釈されました。そして、こうした危機の再来を防ぐために、金融機関に対しバーゼル III 等の新しい規制を導入したわけです。但し、長い景気回復局面が劇的な形で終わりを遂げた根源的な要因が、本当に「金融制度の欠陥」や「大手金融機関のモラルにもとる行動」のせいであったのかには、やや疑問が残ります。

2006年の状況と非常に共通する要素が増えてきた現在、長い景気拡大局面の中で膨れ上がった資産バブルというマグマが、何らかのトリガーによって大噴火を起こすというのが新しい景気循環のパターンだとするならば、トリガーの要因が何かは実はそれほど重要な問題ではないと言えます(それは、前回のように金融危機であることもあれば、例えば今回は地政学や政治的リスク要因となるかもしれません)。むしろ、こうしたマグマを溜めてしまう景気拡大期の金融緩和策そのものが大きな問題ということになるでしょう。だからこそ、先月号で指摘したような主要国中央銀行の一斉の「心変わり」があったと考えることも出来ます。また仮にこうした「心変わり」もないなかで、前回の金融危機同様、今回も未曾有の景気後退を何らかのイベントがもたらすことになれば、その時責任を問われるのは、前回のようなトリガーイベントの主人公(前回は大手金融機関でしたが、今回は北朝鮮の金正恩委員長、或いはトランプ大統領?)ではなく、主要国中央銀行の政策責任者になるかもしれません。その時は同時に、金融政策のルールも大きく変わる事となるでしょう。

デロイトトーマツ グループは日本におけるデロイトトウシュトーマツ リミテッド(英国の法令に基づく保証有限責任会社)のメンバーファームであるデロイトトーマツ合同会社およびそのグループ法人(有限責任監査法人トーマツ、デロイトトーマツ コンサルティング合同会社、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイトトーマツ 税理士法人、DT 弁護士法人およびデロイトトーマツ コーポレート ソリューション合同会社を含む)の総称です。デロイトトーマツ グループは日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約 40 都市に約 11,000 名の専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイトトーマツ グループ Web サイト([www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp))をご覧ください。

Deloitte(デロイト)は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザーサービス、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するサービスを、さまざまな業種にわたる上場・非上場のクライアントに提供しています。全世界 150 を超える国・地域のメンバーファームのネットワークを通じ、デロイトは、高度に複合化されたビジネスに取り組むクライアントに向けて、深い洞察に基づき、世界最高水準の陣容をもって高品質なサービスを Fortune Global 500® の 8 割の企業に提供しています。“Making an impact that matters”を自らの使命とするデロイトの約 245,000 名の専門家については、[Facebook](#)、[LinkedIn](#)、[Twitter](#) もご覧ください。

Deloitte(デロイト)とは、英国の法令に基づく保証有限責任会社であるデロイトトウシュトーマツ リミテッド(“DTTL”)ならびにそのネットワーク組織を構成するメンバーファームおよびその関係会社のひとつまたは複数指します。DTTL および各メンバーファームはそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。DTTL(または“Deloitte Global”)はクライアントへのサービス提供を行いません。Deloitte のメンバーファームによるグローバルネットワークの詳細は [www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about) をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、その性質上、特定の個人や事業体に具体的に適用される個別の事情に対応するものではありません。また、本資料の作成または発行後に、関連する制度その他の適用の前提となる状況について、変動を生じる可能性もあります。個別の事案に適用するためには、当該時点で有効とされる内容により結論等を異にする可能性があることをご留意いただき、本資料の記載のみに依拠して意思決定・行動をされることなく、適用に関する具体的事案をもとに適切な専門家にご相談ください。