

# 経済が改善すると、経済の改善余地が減る

経済調査部 主任エコノミスト 藤代 宏一(ふじしろ こういち)

## 全員参加型の景気拡大

2018年1月は日本のみならず世界的に顕著な株価上昇が観察された。株価は先進国、新興国を問わず上昇し、その他のリスクアセットも概ね堅調であった。グローバル市場では、低格付け社債に資金流入が観察され、社債利回りと国債利回りの差は約11年ぶりの低水準に縮小した。このように投資家の楽観度合いは強まっている。

そうした背景には、米国を筆頭とする力強い世界経済がある。欧州ではドイツが相変わらず高成長を続けているほか、フランスが景気回復の勢いを強め、イタリアも緩やかながら安定的な成長軌道にある。スペインに至っては、ドイツを上回る成長率を達成しており、ユーロ圏は絶対好調と呼ぶに相応しい状況にある。そうした下で日本経済も堅調。鉱工業生産は7四半期連続の増産を遂げ、実質輸出は過去最高付近まで水準を切り上げるなど、生産面で力強いデータが相次いでいるほか、個人消費も堅調。新興国経済は、これまでFEDの引き締めを背景に資金流出圧力に晒されてきたものの、中国経済が安定を取り戻すなかで、実体経済は好転している。生産活動の活発化の恩恵を受け易いアジア新興国のみならず、ロシア、トルコ、ブラジルなど一頃苦境に喘いでいた国々も息を吹き返している。

ここで、景気回復がどれほどの広がりを持っているか確認すべく製造業PMIに注目する。PMIは、企業の業況を問う指標で主要国を対象に毎月調査され、それが50を超えていれば前月に比べて業況が改善したことを意味する。PMIが50を超えた国の割合は1月に9割程度に達した。まさに全員参加型の景気拡大と言える。

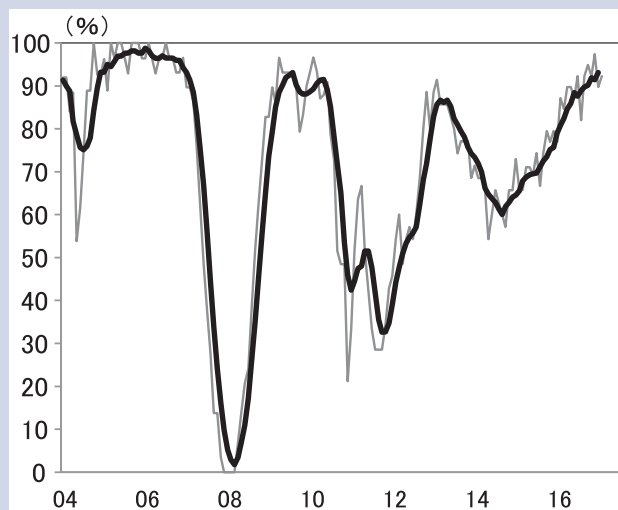
## 良くも悪くも改善余地が減る

しかしながら、景気拡大の進展に伴って、経済の伸びシ

口が減るというトレードオフの関係からは逃れられない。景気循環の観点からは、全員参加型の景気拡大が永続的に続くとの見方は明らかに楽観が過ぎる。そうしたなかで、米国を筆頭に先進国の失業率の低下余地が限られていることも重要だろう。米国の失業率は過去の傾向から判断して3%台前半を最低と考えるのが自然だが、今や4%近傍まで低下しており、そこまでの距離は短い。日本のそれは最低レベルを2%近傍と見積もったとしても、そこまでの距離は1%未満。失業率の低下傾向が続くとした場合、そこに達するまでの時間は2~3年と考えるのが自然。つまり、良くも悪くも改善余地は減っている。

米債市場では、長短金利差が縮小傾向にあり、今や「10年金利<5年金利」という関係も視野に入っている。こうした現象は一般的に景気拡大の終盤で観察され、それは市場参加者が景気に慎重になっていることを物語る。実際、過去3回の景気後退期においては、いずれもその2年程前にこうした現象が観察されていた。景気が堅調である以上、金融市場の楽観は正当化されるが、そろそろ下山の準備も必要だろう。

資料 PMIが50を超えた国の割合



(備考)Markitにより作成、太線は6ヶ月移動平均