

時論

次の「危機」はいつ、何が引き起こすのか

この仕事に就いていると、「次の経済危機はいつ、何が原因で起こるのか」という問題を常に意識せざるを得ない。「危機」と言われるほどの事態は滅多に起こるものではないことや、コロナ禍のような事象をタイミング含めて事前に予測することが現実的ではないとわかっているにもかかわらず、リーマン・ショックを経験し、その後のユーロ危機に長い間振り回されたことを思い出すにつけ、「あれほどのことはこの先もう起きない」「事が起きてから考えれば良いだろう」というわけにも行かない。

懸念材料をいくつも挙げるだけなら簡単だ。しかし、「あれが危ない、これも危ない」と常に騒いで闇雲に危機への不安を煽っても、一部の関心を集めることはできるが、何の役にも立たず、むしろ害悪にしかならない。本当に危機につながる要因を事前に見定める必要がある、ということになるが、よく言われるように、危機は毎回形を変えて来るとすると、その原因や状況が悪化するきっかけ、波及経路を予測しようにも、過去の経験則は必ずしも役に立たないという問題にぶつかる。

しかし、実際に事が起こってから振り返ると、マクロの視点で見た危機の原因は実は単純で、明らかに持続不可能な動きが積み重なった歪みであることが多いのではないかと考えている。リーマン・ショックの時は、米国家計債務の急激な膨張が地価上昇と相互作用的に進んでいった。米国は人口が増えるからバブルではないという言説もあったが、結果的には「どこまでも借金は増やせない」、「借金増に頼った地価上昇は長続きしない」という、後から振り返ればごく当たり前のことを確認させられたように思われる。この時は米国全体の経常赤字も拡大し、グローバルインバランスが問題視される一方で、米国は投資機会が多い魅力的な経済なのでファイナンスにも問題は無い、という見方もあったが、結果的に持続不可能な仕組みで積み重なったインバランスは調整されることになった。

ユーロ危機においては、政府財政収支や経常収支がバラバラな国の信用力格差がユーロという統一通貨に隠され、本来は差があっても当然の国債利回りが殆ど同水準で推移する中で、ファンダメンタルズが弱い国の債務が増え、潜在的な調整圧力が膨らんでいった。

そして蓄積されたマクロの歪みは、事前に予想できないミクロ的な事象で顕在化し、問題が拡大することが多いというのも、過去の危機からの経験則であるように思われる。リーマン・ショックの際は、サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の格付が安易になされていたために、事態悪化後の証券化商品の適正価格がわからなくなり、2007年8月のパリバ・ショックを招いたことが入り口になった。その後も、証券化商品の保有者が被る損失が分からなくなったことで、金融機関同士の疑心暗鬼からグローバルな資金の動きが途絶え、金融面の深刻度を増した。そしてユーロ危機はギリシャの政権交代に伴って前政権の財政赤字隠蔽を暴露するという、事前には予想し難い事態の露呈がきっかけになった。

こうした経験を踏まえると、次の大規模な景気後退や「危機」が起きるとすれば、後から考えるとごく当たり前の問題、明らかに経済全体の流れに逆らった動きの積み重ねが、特定主体の不祥事に類するようなミクロ事象で逆回転を始めることで生じる気がしてならない。

事態が悪化に向かう時期や直接のきっかけの特定は難しいとしても、その原因となる「当たり前の問題」くらいは見極めたい、と思うが、それもやはりなかなか難しい。一つ考えられるのは、コロナ禍前から増え、コロナ禍で更に拡大した政府・民間部門の債務が調整を余儀なくされることであろうか。リーマン・ショックで米国家計債務の膨張が問題視され、ユーロ危機では経常赤字だった国への懸念が強まったように、当時は債務を抱えることに厳しい目が注がれた。ユーロ危機が沈静化した後も、2013年のテーパー・タントラムや、2015年の人民元ショックの際に、経常赤字をはじめとするファンダメンタルズが弱い新興国を中心に大幅な通貨下落や資金流出が生じたように、この流れは2010年代半ば頃まで続いた。しかしその後は、主要な中央銀行のバランスシートが膨らんだ状態が長く続く中で、リスク要因として関心を集める材料が BREXIT やトランプ大統領の言動など政治面の問題に移っていったこともあってか、国や企業が負債を抱えることが問題視される局面は減っていったように思われる。

そして、コロナ禍の下で政府・民間部門の債務は大幅に膨らんだ。このこと自体は、問題というよりもむしろ必要な措置であり、政策当局の迅速な対応が功を奏したと見るのが適切であると考ええる。リーマン・ショックやユーロ危機の経験から財政・金融面双方で様々なセーフティネットが設けられたことも、プラスに働いただろう。コロナ禍自体がまだ収束していないため、政策対応を総括するのは時期尚早だが、少なくとも現時点では、各国政府中央銀行の迅速な対応によって経済活動水準は当初懸念されていたよりも早く回復し、金融市場への影響は当初の懸念ほど深刻化していないという評価が妥当だろう。しかし、政府・民間ともに債務が膨らんだことは隠しようのない事実であり、今後の経済活動水準回復の中でこの問題が軟着陸できるかどうかは、なお予断を許さない。大きなショックがあった際には、政策当局が迅速かつ大胆に動くことで危機の影響を和らげることができるというのも、コロナ禍から得られた教訓だが、とはいえ政府の能力も無限ではない。世界中で金融引き締めへ転じ、金融緩和という下支え要因が弱まっていくため、かつてファンダメンタルズが弱いとされた新興国を中心に、どこまで政府が支えられるかという問題が出てくる可能性は意識しておく必要がある。

その他、既知の問題の中で次の「危機」の要因になり得るものとしては、何が考えられるだろうか。グローバルの視点では、気候変動対応の遅れによる物理リスクの顕在化、ここ数年目立ってきたポピュリズム、ロシアのウクライナ侵攻に代表される地政学的リスクの顕在化、これまでも度々関心を集めてきた中国经济成長率の趨勢的な低下などであろうか。日本では、今後少子高齢化が進むことは誰が見ても明らかであるし、財政状況に対する見方は常に厳しい。いずれ起きるだろうと多くの人が思っている大規模な地震などの災害にも、注意を払っておく必要がある。このように、誰もが以前からわかっていたのに、それに対する適切な対応を取っていなかったり、むしろ逆の動きを続けたりすることが、次の「危機」を招くのではないか。こうした問題意識を常に持ち、この先の動きを見て行こうと思う。

(調査部長 花田 普)

※ 本レポートは作成時に入手可能なデータに基づく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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解ではありません。ご質問等はchosainfo@smtbjpまでご連絡ください。