

時論

Brexit がもたらす3つの“草食系”

Brexit という大きなサプライズを受け、市場は大きく動揺した。世界中の株価が急落し、為替市場では英ポンドが大幅下落する一方、円ドルレートは一時99円台まで円高が進んだ。しかし先進各国の中央銀行が迅速に潤沢な資金を市場に供給したことが奏功し、現在はやや落ち着きを取り戻した。とりわけ株価は上げ足を速め、米国株価は史上最高値を更新、英国株価も上向き、日経平均も16000円台を回復した。

かくしてリーマン・ショックのような急速かつグローバル規模の経済金融危機は回避できるとの安堵感が広がっているが、リーマン・ショックの再来さえなければ良いというものではなかろう。グローバル並びに日本の経済金融環境にもたらす Brexit の影響、意味合いを考えると多様なものがある。

第一は、世界経済が新たな、かつ向こう2～3年に渡って継続する下押し要因を抱えてしまったということである。

英国のEU離脱がいつ、どのような形で決着するのか、ロンドンが国際金融センターとしての地位を維持できるかどうか等について、不透明感・不確実性は容易には拭えず、ポンド安と対英投資の減少によって英国経済が停滞する(おそらくはスタグフレーション色を強める)状況にあつては、欧州の企業・家計マインドは慎重化するだろう。

また、英国経済の規模自体は世界経済の中ではさほど大きくはないものの、英国経済の停滞は欧州経済の停滞を招き、欧州経済の停滞は同地域向け輸出比率が高いロシア・トルコ・南ア・中国といった主要新興国経済の重石となり、中国経済が減速の度を強めると ASEAN 経済の足を引っ張るとともに、欧州経済にもマイナスの影響が跳ね返ってくるという具合に、負の連鎖、フィードバックループが世界経済にジワジワと広がると考えられる。

第二は、金融市場では、政策金利の引き上げを伴わなくとも、実質的な金融引き締め効果が徐々に顕在化することである。これは、リーマン・ショック時のような市場流動性の消失、ポジションのパニック的な巻き戻しという事態は起こらなくとも、上記のような実体経済のもたつき・停滞が、銀行・機関投資家・各種ファンド出資者の投融資マインドを慎重化させる(いわゆるリスクオフ)ためである。このため市場のボラティリティは高まり、緊張感が走る場面も時々現出するだろう。

それは、解決・改善がなされていない経済課題や矛盾を市場が突く、投資家がリスク許容度を低めてより安全な資産へ逃避する、あるいは様子見する—という形を取って現れるだろう。不良債権処理が遅延していたイタリアの銀行が問題視されたり、英国の一部の不動産ファンドで急速に解約の動きが出たのは、その表れと言えよう。幸いにもこれらは個々の領域の問題に封じ込められているが、新興国の経済構造改革や過剰債務圧縮も、ユーロの金融・財政政策の一体化も、先進各国の財政再建や成長戦略も進んでおらず、また金融監督・規制の網に入っていないシャドバンキング(ヘッジファンド、PE ファンド、一部の投資信託など)が金融システム内で無視できない規模に拡大していることなどを勘案すると、マネーが流出して価格が下落する領域は何なのか、それがどの程度まで隣接領域や金融システム全体、さらには実体経済へ伝染・伝播するのか、予見しがたい。

第三は、米国 FRB の年内利上げすら困難視されているように、先進各国の中央銀行は出口(異例の緩和策を縮小し、政策金利引き上げを図る)に辿りつく目処が立たなくなり、マイナス金利策を含む超金融緩和策が長期化することである。このことは、上記の第一、第二の条件も考え合わせると、投融資資金は辛うじてプラスのリターンが期待できる限られた安全資産に向かい、そこではバブル的価格形成が一段と進むということであり、とりわけ先進国の国債市場でその傾向が強まり、マイナス金利領域が広がると考えられる。

第三の事象は、本稿でかねてより指摘してきた「草食系バブル」であるが、第二の事象は「草食系信用収縮」とでも言えようか。この両者が同時進行することになる。

Brexit の日本の経済金融環境への影響については、Brexit 単独というよりも、先行した2つの出来事(マイナス金利導入、消費増税延期)と後発する出来事(10兆円超の経済対策)を包括して考えた方が有益であろう。

マイナス金利導入は、日銀による大量国債購入の持続性に対する疑念を、量の面(新規発行量を大幅に上回る年間80兆円ペースでいつまでも購入できるはずがない)からだけではなく、価格の面(評価損発生が明らかな価格でいつまでも購入できるはずがない)からも強めてしまった。消費増税延期は、2020年プライマリーバランスゼロという財政再建上、重要な中間目標の達成をほとんど不可能なものとし、日本国債の格下げリスクを高め(すでに顕在化している)、国債追加発行を伴う10兆円超の経済対策はこれにダメを押すこととなった。

こうした中でBrexitが起こった。その影響と波及経路については、①Brexitが引き起こす世界経済の減速と不確実性の高まり、米国FRBの利上げ遅延、先進各国の国債金利のマイナス化はいずれも円高要因となるため、アベノミクス初期のような為替円安は起こりにくくなった、②このため、輸出起点の好循環を作り出すことは難しくなるとともに、輸入物価からも国内物価押し下げ圧力が強まるので、日銀は追加緩和に追い込まれる可能性が高まった、③しかし追加緩和はどのような手法によろうとも、現行金融政策の持続性に対する疑念をさらに強める、④このため、何らかをきっかけに国債金利が急騰し、その影響が各般に波及する「草食系バブル崩壊」の蓋然性が高まった—と考えられる。

当面の間は、米国経済はもたつきつつも失速せず、日本経済も経済対策の効果もあって景気は持ちこたえ、株価もその期待先行から大崩れはせず、為替円高も極端なものにはならないかもしれない。しかし、こうした表面的な平穏に安住・安心せず、慎重かつ精緻なリスクの点検、「負の連鎖」シナリオの検討、持続性を欠くものへの注視が必要と考える。

(フェロー役員 調査部長 金木 利公 : Kaneki_Toshikimi@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融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。