

時論

よそう、また夢になるといけねえ

トランプ大統領誕生以降、株式市場を中心にトランプ・ユーフォリアとも言えるような相場展開が続いている。NYダウが史上最高値を更新し続けている米国を中心に、株価はグローバルに上昇を続け、ドルの独歩高も鮮明となっている。しかし、その一方で、長期金利の上昇も顕著となっており、イーロードカーブ・コントロール政策により中央銀行が長期金利をコントロールしている日本を除くと、長期金利はこの数週間で大幅に上昇している。

株高をトランプ・ユーフォリアと表現したが、夢のような状態はどこかで現実に戻るのでは、株高・ドル高の流れはいずれ終焉を迎えるであろう。しかし、長期金利の場合は少し様相が異なるのではないかと。

債券市場が夢の世界にいたのは、世界の国債利回りの半数以上がマイナスとなっていたり、クレジットに見合わない低金利での資金調達が可能であったこれまでで、現在の金利上昇は夢から現実の世界へ戻る正常化の過程とも言える。

異例なほどの超金融緩和を可能にした根拠の一つは低インフレが長期化するという前提であった。

先進国において、人手不足、人口減少、労働市場のスラックの枯渇が共通テーマとなりつつある中で、雇用環境が逼迫しても賃金上昇の動きは限定的で、結果としてインフレに繋がることは無かった。

このような低インフレが今後も持続するのであれば、まだまだ夢の続きが見られることになる。

しかし、足元で進行している通貨安と原油高を前提にすると、持続性や日銀が目標としている2%の達成などはともかくとして、今後物価が上昇していくことは確実な情勢にある。

加えて、先進国においては自国の出生率では人口維持が難しくなっている中で、英国の国民投票や米国大統領選挙で見られたようなポピュリズム的な感情の高まりは、ヒトやモノの移動に規制を強める事を通じて、物価上昇圧力を高めることに繋がりやすい。

かつて三重野日銀総裁は過剰流動性によるインフレリスクを「我が国は乾いた薪の上に座っているようなものである」と表現したが、現在の過剰流動性は薪どころか、ガソリンの海をクルージングしているようなもので、一度火がつけば、モノの価格や資産価格が炎上してもおかしくない状況にある。

クリストファー・シムズがダボスで発表した論文には、日米欧で金融政策の効果が無かった理由として、「金利引き下げが需要を刺激するのは、効果的な財政拡張策を伴う場合である」と述べている。やや暴論ではあるが、財政拡張を伴った場合は、金融政策が効果を発揮する可能性があるとも読めなくは無い。

トランプ新大統領の4~5兆ドルにも及ぶ財政拡張政策が何処まで実現するのかは分からないが、既にオバマ政権下においても2016~2020年にかけて約3000億ドルのインフラ投資計画が策定されている。我が国においても財源の目処が立たないままで消費増税が見送られ、約28兆円の景気対策が採られるなど財政拡張政策が採られようとしている。マーストリヒト条約で財政拡張が抑制されている欧州においても、IMFがドイツに対して、低金利を活用したインフラ投資を拡大すべきとの考えを示している。

マネーの量を増やすという金融政策に手詰まり感が強まる中で、政策の軸が財政による需要刺激へと移って行くのは、ある種自然な流れであり、デフレの原因の一つといわれてきたグローバル化に対する否定もあわせて考えると、インフレ発生にまでは繋がらなくとも、今後も低インフレが続くという前提を維持し続けるのは、やや難しくなっているのではないかと。

強いアメリカの復活を打ち出した、トランプノミクスは 80 年代のレーガノミクスと比較されることがあるが、レーガノミクスが打ち出された 80 年代は金融市場においてもエポックメイキング的な時代であった。

米国の 10 年国債は 81 年の 15% をピークにシクリカルな変動を繰り返しながらも 35 年間にわたって低下を続けている、対主要国でのドルの実効レートもプラザ合意直前の水準をピークとした下落トレンドが続いている。“まさか”のショックが相次ぐ中で、トランプショックが 35 年間の金利低下トレンドを反転させるきっかけとなるのかもしれない。

その時には、グローバルなイールド消失により、消去法的に投資されてきた資産は何か、低利回りの国債を保有してるのは誰か、低金利が続くことを前提として投資されたプロジェクトはどれか、米国債の利回りが上昇する中で信用力の低い債券の適正利回りは何%か、本当に中央銀行が長期金利をコントロールできるのかなど、夢の世界と現実の世界を見分けることが必要となる。

この先まだ夢の世界にいられるのか、厳しい現実が訪れるのか、無秩序な財政拡大により悪夢を見ることになるのかは、現時点では分からない。必要なことはトランプ・ユーフォリアが 100 日間の夢で終わり、再び超低金利に戻ることを夢見るのではなく、これから起こるであろう事態に向き合い、備えをすることである。

タイトルの「よそう、また夢になるといけねえ」というのは、落語「芝浜」の下げの一節である。

大酒飲みで怠け者の魚屋の勝五郎が、芝の浜で大金の入った財布を拾った。喜んだ勝五郎は友達を呼んでドンちゃん騒ぎをして、そのまま寝てしまった。しかし、目を覚ましてみると財布を拾ったのは夢で、手元には大騒ぎをした借金の証文だけが残っていた。

これにはさすがの勝五郎も心を入れ替えて、寝る間も惜しんで働き、3 年後には自分の店がもてるようになった。しかし、その年の大晦日、勝五郎は奥さんから夢で拾った財布を渡された。勝五郎に内緒で奉行所に届けていたものが、落とし主不明で戻ってきたのだった。

「おまえさんは、もう大丈夫、さあ好きな酒を飲んでおくれ」という奥さんに、勝五郎が発した言葉が、「よそう、また夢になるといけねえ」である。

落語の世界では夢から覚めた勝五郎は寝食を忘れて仕事に励み、再び夢の世界に戻ることはなかったが、「事実は落語より奇なり」となるのは、どうもいただけない。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@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。