

## 時論

### 適温経済の先行きをどう見るか

2月初旬、米国長期金利が2.8%超まで上昇、これを嫌気して米国株価が2度(2月5日、8日)にわたって前日比1,000ドル以上下落し、日経平均株価も一時、ピーク(1月23日:24,124.15円)比3,000円弱まで下落するなど、世界の株式市場に動揺が走った。

今年の世界経済と金融市場については、インフレなき景気拡大が続き、米国FRBの利上げによるオーバーキルを心配する必要はないという適温経済シナリオが大勢だったが、市場では「適温経済は転機を迎え、終焉が近づいているのではないか」との声も出てきている。

適温経済とは、ピュアな実態経済論というよりも、金融市場(特に株式市場)目線に立った「今後も続いてほしい運用環境」という希望的観測を伴った経済観とシナリオといったものであろう。

少々詳しくその風景を描写すると、①米国景気は拡大が続き、企業業績も伸張するが、経済成長率、賃金上昇率、物価上昇率は緩やかであり、時間が経過してもさほど加速しない、②このため、FRBが金融政策の正常化を図る中でも政策金利(FFレート)の引き上げは緩やかなピッチに止まり、市場予想を上回ることはない、③長期金利(米国10年国債利回り)も政策金利や物価安定がアンカーとなるため、政策金利よりも緩やかな上昇に止まる、④こうした米国の実態経済、金融政策、金利動向を映じて、米国内外において既にバブルの疑いのある領域(主要国の国債利回り、米国ハイ・イールド債利回り、大都市部の住宅価格等)においても特段の動揺は生じず、投融資資金の回収の連鎖も起こらない、⑤新興国でもグローバルマネーが一気に流出したり、通貨や株価が急落したり、高水準の債務が実態経済に打撃を与えることはない、⑥よって株価は上昇基調を続ける—というものであろう。

こうした見方が生まれ、強まってきたのは、実際に米国で「インフレなき景気拡大」が続き、株価が上昇し続けたためであるが、その背景・要因を探ると次の点が指摘できる。

第一は、米国経済が、景気拡大が続いてもGDP・雇用・賃金・物価等が上がりにくい“低温体質”になってきたことである。実質GDPについて見ると、景気回復開始期=100とした30四半期目の指数水準は、60年代:148.3→80年代:138.3→90年代:130.6→2009年代:117.4と明らかに低下している。

第二は、FRBの金融政策スタンスである。「最大限の雇用と物価安定」を使命とするFRBは、低温体質経済の下ではデフレ阻止、物価引き上げを実現すべく、超金融緩和策の強化・継続を強いられ、一部の金融商品や資産価格にバブルの兆候が現れようとも、政策金利引き上げを急がなかった(急げなかった)。このことが市場に「物価上昇率が明らかに加速しない限り、FRBは利上げを急がない(急げない)し、長期金利もさほど上がらない」という安心感を与えた。

第三は、「インフレなき景気拡大」が続く中であっても、市場や人々の先行き見通しが過度に楽観・強気に傾くことはなく、一抹の不安や慎重さを常に伴っていたことである。

これは、リーマン・ショック後も欧州ソブリン危機、原油価格大幅下落、英国EU離脱、欧米におけるポピュリズムの台頭、トランプ政権誕生などネガティブサプライズが相次いだことに加え、超金融緩和の下でも経済成長率は高まらなかったためであろう。このため人々は抑制的な価格・賃金の設定を受け入れ、ユーフォリア(熱狂的陶醉感)が台頭することもなかった。このことが物価上昇を緩やかなものとし、全面的かつ大幅な資産価格上昇を抑制することとなった。「不安・慎重が安定を生んだ」とも言えよう。

こうした適温経済を生んだ三条件に沿って、向こう1年程度を展望すると、①米国景気は拡大基調が持続するが、「低温体質」は変わらない、②このため経済成長率、賃金上昇率、物価上昇率は従来比やや高まるが、「マイルドインフレと景気拡大の共存」に収まる、③「FRBの金融政策スタンス」も変わらないので、政策金利の引き上げピッチ(年3回程度)は従来比変わらず、市場予想を上回ることはない、④長期金利は政策金利がアンカーとなるので一気に上昇することはないが、財政赤字拡大が明らかになってきたことから、水準はやや上方修正される、⑤「市場や人々の不安・慎重な見通し」は、政策金利が上がらなくとも長期金利が上振れることへの「不安・慎重」が強まり、株価はこれまでよりも上がりにくくなり、ボラティリティも高まる、⑥同時に「不安・慎重」が賃金・物価を抑制し、「マイルドインフレと景気拡大の共存」を長持ちさせるという「不安・慎重が安定を生む」作用も働くーと見ておきたい。

かくして、まだしばらく適温経済は生き長らえることが一応、展望できるものの、目配りしておくべきリスクがある。それは「安定が不安定を生む」リスクである。

すなわち、安定が続くと不安・慎重は徐々に後退して安心に変わり、安心は「安定は長期化(あるいは永続化)する」との錯覚を生み、錯覚は自らのリスク許容度を越えた過大債務・過大投資、信用膨張、資産価格の高騰を招く。やがてすべての前提である「安定の長期化・永続化期待」が何らかのきっかけで崩れると、資産価格の急落、各経済主体の資産の大幅劣化、投融資の巻き戻しによる信用収縮など大きな不安定に見舞われる。

よく指摘されるように、世界経済は10～15年毎に何らかのバブルの生成と崩壊、金融危機を経験している。その要因は共通・個別様々なものがあるが、ことごとく「安定は不安定を生む」ことを繰り返しているように見える。

現在は「不安・慎重が安定を生む」もしくは「不安・慎重が強まる」局面だとしても、前述したバブルの疑いのある領域には、既に「錯覚が不安定を生んでいる」可能性がある。そもそも適温経済シナリオ自体、「先進国・新興国が足並みを揃えた世界同時景気拡大の下でも物価上昇率は加速せず、FRBとECBが金融政策正常化を進めても市場に悪影響を及ぼすことはなく、新興国の過剰債務や一部領域のバブルといった問題は顕在化せず、格段に良くはないが悪くもないという今のような状態」が、常識的に考えれば「いつまでも続くものではない」ことを忘れさせ、「いつまでも続く」という錯覚を与えかねない媚薬性を有していることは認識しておくべきだろう。

このように考えると、適温経済の先行きを見通す際には、巷間喧しい「転機が来たのか、終焉を迎えるのか」という観点だけでなく、「安定は不安定を生む」を念頭に置き、人々や市場の「安心」「錯覚」の度合い、生まれてくる「不安定」の芽を注意深く観察するという問題意識が必要であろう。

私見では、低温体質の下でも物価・賃金のジリ高が続くことを映じて、FRB、やや遅れてECBは利上げを続け、来年末～再来年初には政策金利は相応の水準に達し、長期金利に対するアンカー効果も低下しているだろう。この時、人々や市場が「低インフレ・低金利・景気拡大」という適温経済の基本条件の持続性に疑いを持ち始めると(すなわち、それまでの「錯覚」に気づくと)、蓄積された不安定の修正が始まることになる。

このマグニチュードをうまく制御できるだろうか。安易な楽観はできない。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。