

時論

モノの経済の悲観、カネの経済の楽観

リーマンショックが発生した時に、当時の経済財政担当大臣は「日本経済への影響は、蜂に刺された程度」と発言した。蚊ではなく蜂と言っているので、状況によっては死に至る可能性もあるとの含意があったのかも知れないが、リーマンショックの影響は当初の想定を超える、大きなダメージとなった。

アメリカの金融機関の破綻が、なぜ世界中の輸出や生産の減少を引き起こし、大規模な経済危機に発展していったのであろうか。

その一つの要因は、金融市場の機能停止にあったと思う。

リーマンブラザーズ証券の突然の破綻により、金融市場では債券や通貨など様々な取引において、代金の未払いや証券の引き渡し遅延などの、いわゆるフェイルが多発した。このことが金融機関同士の相互不信感を高めて、金融取引が一時的に停止する事態となった。

その影響が最も顕著に現れたのが、ドル市場であったと思う。貿易、金融などの国際決済通貨であるドルの取引が萎縮し、世界中でのドル不足に繋がり、決済への不安から貿易などモノの取引が急速に縮小した。当時のFRBのバランスシートを見ると、リーマンショック直後にFRBが供給したドルスワップの残高は約6,000億ドルにも及んだ。

リーマンショックは、本来であればハチに刺された程度のショックであったかもしれないが、金融市場の不安感が高まった結果、世界的な経済、金融危機へと拡大してしまった。

昨年末以降、中国を震源としてモノの経済の縮小に対する警戒感が急速に高まっている。

1月末に政府が「景気拡大が戦後最長に達した可能性がある」との宣言を出したが、そこからわずか数ヶ月で、戦後最長景気の達成は微妙な状況となった。少なくとも1月の時点の経済指標を見る限りは、「戦後最長景気宣言」は妥当な判断であったと思うが、その後の経済指標悪化のペースは、リーマンショック並みに早いものであったと言える。

経済学の教科書に書いてある、在庫循環(キチン・サイクル)、設備投資循環(ジグラー・サイクル)を考えると、モノの経済の変化スピードはカネの経済である金融市場に比べると総じてスローペースとなるはずである。需要と供給の変化にスピード差や認知のラグがあるからこそ、過剰在庫や過剰設備が発生し、景気循環が形成されることになる。

足元での急ピッチな輸出や生産の減少は、米中貿易戦争により特定の国の関税が突然引き上げられたり、特定の企業の製品が突然市場から除外されたことで、リーマンショック時のドル市場のように、将来的な受注や投資に対する不安が高まり、輸出や生産に急ブレーキが掛かった可能性がある。

リーマンショック時と異なるのは、実体経済であるモノの経済と金融市場を巡るカネの経済の立ち位置である。モノの経済が急速に縮小傾向を強める中で、カネの経済である金融市場は、昨年末こそ中国や欧州などの景気先行き不安から株価が急落していたが、年明けに発せられたある魔法の言葉により、早々と反発局面を迎えている。

金融市場に発せられた魔法の言葉とは、1月4日にFRBのパウエル議長から発せられた「我々は市場が発するメッセージに耳を傾けている」「インフレリスクが限定的な中で、忍耐強い(Patient)政策運営が可能である」であった。

株式市場には「FRB プット」「パウエル・プット」という言葉がある。金融政策が株式市場の意に沿わなくなってくると、株式市場が駄々をこねたり、癩癩(かんしゃく、Tantrum)を起こし始める、するとFRBが市場の泣き声に耳を傾けて、株式市場の御機嫌が直るように、忍耐強い(Patient)政策をしてくれることを示している。

1月のパウエル議長の発言により、利上げや量的緩和の正常化が先送り、あるいは打ち止めになるとの観測が高まり、モノの経済の悪化を横目に見ながらも、カネの経済である株価は切り返した。

過去におけるモノの経済とカネの経済の関係を考えると、危機への懸念が高まるとゆっくりと悪化するモノの経済に対して、カネの経済がモノの経済を巻き込んで調整速度と調整幅を拡大させてきた。

足元の動きを見ると、急速に悪化するモノの経済を、カネの経済が下支えするという珍しいケースが発生する可能性すら感じられる。

金融市場の安心感は中央銀行に対する信任にあることは明確であるが、ここで言うところの信任とは、政策に対する信任ではなく、中央銀行は自分たちの声を聞いてくれるという、ある種のわがままな安心感である。

米国のセントルイス連銀が作成している経済指標に金融ストレス指数がある。金融市場に対してストレス(=引き締め)となる要素、金利上昇、クレジットスプレッドの拡大、株価下落などを総合的に指数化したものである。FRBによる断続的な利上げや株価動向を受けてストレス指数は上下動を繰り返しているが、その水準はリーマンショック以降、緩和から引締めへの転換点となるゼロを一度も超えていない。リーマンショック以降の米国の金融環境は、日本同様に歴史的な長期景気が続く中でも、一貫して引き締められることはなく、恒常的な緩和状態の中で緩和度合いが変化しているに過ぎない。

FRBは2015年12月以降FFレートの引締めを続けてきたが、足元のFFレートは、テーラールールなどFRBが用いている、あるいは用いてきた、伝統的なモデルの水準を大きく下回ったままである。

また、FRBは金融正常化に向けた量的緩和の出口戦略の終了も決定した。

FRBが保有する国債とMBS(住宅ローン担保債権)の残高はリーマンショック前の5,000億ドル程度から、4兆ドルまで急増した後に、出口戦略の実施により保有残高はピーク時から約4,000億ドル減少したが、正常化というには程遠い状態にある。

金融市場の癩癩や叫び声に耳を傾け続けてきた中央銀行には、実体経済が上げる叫び声はどう聞こえているのであろうか。そもそも、市場のわがままを聞き続けてきた、中央銀行はモノの経済に発する魔法の言葉を持ち合わせているのであろうか。もしかすると、中国全人代で発せられた景気テコ入れ宣言が、モノの経済にとっての魔法の言葉になるのかもしれない。

しかし、モノの経済、カネの経済の両方が甘い言葉につつまれた世界というのも、その先までを考えると、あまり居心地の良い世界ではなさそうである。

(調査部審議役 上席研究員 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@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。