

## 時論

### 「不確実性の連鎖の時代」における政策運営

欧州信用不安は、EU 首脳が銀行監督の一元化で合意し、ギリシャ支援も再開されたことから、一応の小康状態にある。米国は「財政の崖」を巡る協議がヤマ場を迎えているが、「財政のスロープ」程度で止まるとの見方が強まっており、中国景気もインフラ投資の積み増しにより減速に歯止めがかかりつつある。

こうして、世界経済の不確実性要因が徐々に取り除かれつつあるように見えるが、近年の内外経済・金融市場を振り返ると、不確実性を取り除くための手立てが、新たな不確実性を生むという「不確実性の連鎖」－しかもテールリスクが顕在化した場合のマグニチュードを高めながら－を引き起こしている感が強い。

リーマン・ショックによるグローバル経済金融危機という未曾有の不確実性に対して、世界各国は大規模な財政支出と超金融緩和に踏み切ったが、それは先進国を中心に財政赤字の大幅拡大、ソブリンリスクの高まりという不確実性を生んだ。この不確実性を食い止めんとする緊縮財政は、米国では「財政の崖」という不確実性を生み、中国では格差拡大、銀行の不良債権増加という既往の症状を悪化させたのみならず、本来目指すべき「投資主導から消費主導へ」という成長パターンの転換を遅らせ、中国経済の中長期的成長期待に対する不確実性を高めるに至った。

欧州の事情はさらに複雑であり、景気や雇用、ひいては税収の先行きに強い不確実性を残しただけでなく、なりふり構わぬ資金供給で金融システムの不確実性を抑え込んだものの、南欧諸国の国債を相応に抱えたまま膨張し続ける ECB の資産の質に不確実性の目が向けられた時、どのような事態を招来するか予測し難い。ECB の資金供給と軌を一にして急拡大した TARGET2（ユーロ圏における各国中央銀行間決済システム）の債権債務未決済額について不確実性が増す場合も同様である。ユーロシステムの見直し次第では、各国にとって新たな財政負担要因となる可能性があるためである。

さらに、超金融緩和の長期化がもたらす定番であるバブルという、一度生まれると厄介な不確実性の芽も増えているように見える。日米独の国債利回りは実体経済からは説明し難い低水準が続いており、北欧の一部の国では住宅価格が顕著な上昇を見ている。スイスでは資金流入と通貨高を抑えるべくマイナスの預金金利が付与されていることも異例・異常な現象である。食欲にリターンを狙うというより、リスク回避色を強め、比較的安全度の高い国・地域・投資対象を物色するグローバルマネーがもたらす「草食系バブル」とでも言えようか。

ある政策の副作用・反作用として現れる不確実性は、その時々々の環境や条件によって変化する。その意味から、我々が今後の政策運営において十分念頭に置くべきことは、他の先進国との財政再建・成長戦略・構造改革競争、新興国市場の獲得競争に晒されている中、政府・国会・国民・企業を一

体として括ったところの日本が、国家として「やるべきことはやるが、やるべきでないことはやらない」という規律・理性・覚悟を有していることを世界や市場に発信し、評価されるかどうかということであり、この点でしくじりを生じると、途方もない不確実性を背負いかねないであろう。

今回の総選挙では国会勢力図が一変し、間もなく安倍新内閣が誕生する。自民党はデフレ・円高・低成長という不確実性を払拭すべく、日銀法改正を視野に入れた政府・日銀の連携強化、大型補正予算の組成等による公共投資拡大、規制緩和による成長産業育成等を掲げている。今日的諸条件を鑑みて、政策の選択・採用においては、優先順位、費用対効果といった従来型の視点に止まることなく、公約やマニフェストによって自縄自縛に陥ることなくそれが新たな不確実性をどのような形でどの程度生むのか、という点にも十分目配りした国会論議、政策遂行を望みたい。

(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。