

世界株高の 落とし穴

デフレを警戒しバブル発生を許した
(グリーンズパン元FRB議長)
Bloomberg

米連邦準備制度理事会(FRB)と米経済は将来、新たな資産バブルを招くリスクに直面する可能性がある。

このリスクを考える点で無視できない要因の一つが足元で急速に進んできたドル高だ。ドル高がなぜ将来の資産バブルと結びつくのか。

まず、FRBが公表している主要先進国通貨に対する実効ドル相場指数の名目と実質の推移である(図)。

昨年10〜12月期から急速にドル高が進み、インフレ率を調整した実質ベースで1973年以来的の平均値を超え、かつてない速度で上昇している。

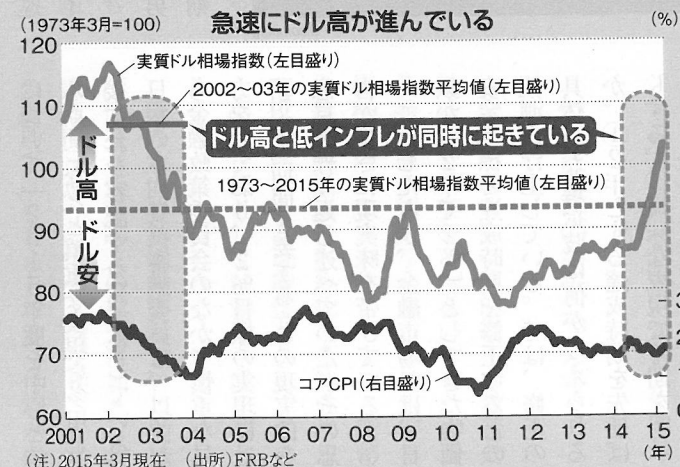
さらに、このドル高水準は中期的に続く公算が高い。日本やユーロ圏の長期債券の超低位利回りが持続する中で、ひとり早く金利引き上げに動く米国の債券市場に世界から投資資金が流入するとみられるためだ。

ドル高の影響として注目するのは、实体经济にもたらすデイスインフレ(低インフレ)効果である。言うまでもなく、ドル高には輸入価格と

その国の経済を悪化させるかもしれない。

ドル高は米経済にとっても悪影響がある。ニューヨーク連銀のタドリー総裁は、「14年半ばからドルは15%上昇し、それは今年の米経済の成長を0.6%押し下げる」と4月6日の講演で語っている。米国以外の経済状態が弱いなかで、米国が利上げを始めれば、ドル高の米経済への影響はより大きなものになりかねない。

こうした大きなリスクが想定される一方、市場が現在、FRBの金利見直しを織り込んでいないのは、米経済が弱いとみており、FRBもハト派(利上げ時期の先延ばし)的な態度を見せているからだ。実際にこの2、3月の米国の経済指標は弱いものが多かった。決定打となったのは、4月3日に発表された3月分の雇用統計だ。非農業部門雇用の増加数が市場予想より11.9万人少ない12.



輸出価格双方を押し下げること、国内物価を押し下げる効果がある。

2003年にも今と同じような状況があった。ITバブル崩壊での景気後退(01年)からの回復過程にあった03年、景気後退は終わったはずなのに消費者物価指数(除く食料、エネルギー)は前年比1%台の前半で低迷した。当時のグリーンズパンFRB議長は、日本と同じようなデフレになるのを恐れた。

一方、当時のドル相場は、実質で見ると02年から03年にかけて長期的な平均値から大幅に高い水準にあった。

幸い景気の回復が持続し、FRBは04年6月から金利の引き上げに動いたが、デフレに転落するリスクを経た後の引き締め姿勢は非常に慎重で、0.25%ずつ石橋をたたいて渡る利上げ姿勢を継続した。

05年ごろには米国の住宅市場は既にバブルではないのかという議論があったにもかかわらず、FRBはデフレに陥る恐怖

6万人となり、市場では「これでは利上げは先延ばしせざるを得ない」という見方が台頭した。

しかし、この1〜3月期の弱い数字が、一時的な下振れだとしたら問題は大きい。金融政策は効果が出るまでにある程度時間がかかる。失業率5.5%という現在の水準であれば、既に利上げの行動を起こしてよいのに、それをちゅうちょして、結果として遅かったという場合に何が起きるだろうか。

これは、「ビハイインド・ザ・カーブ(後手に回る)」の事態である。FRBが市場の想定より速いペースで政策金利を上げなければならぬことになる。その時、金融市場は大きく動揺する。

これが起きた典型例が94年である。当時、長期金利は、年初6%弱から11月に8%まで上昇した。利回りが高くなった米国の債券市場に資金が流れ込み、メキシコ・ペソが約1カ月で65%急落して通貨危機が起きるなど、大きな混乱が生じた。

今の金融市場は、94年よりもはるかに巨大で、見えない結びつきが強くなっている。米国の債券利回りは、住宅価格から為替まで世界中のあらゆる金融資産評価のベンチマーク(基準値)となっている。その変化は、世界中の金融資産の価格を左右する。

を経験したことで信用膨張を支えられた住宅バブルへの警戒心が手薄となった可能性がある。結局、07年にサブプライムローン(信用力の低い個人向け住宅融資)危機が勃発し、住宅バブルが崩壊すると、FRBは住宅バブルのリスクを過小評価していたとして非難された。

雇用とのバランスは

現在、FRBは再び景気回復過程における急速なドル高とデイスインフレという状況に直面している。ドル高を伴ったデイスインフレが長引く結果、金利の引き上げが延び延び



株高に浮かれてばかりはいられない Bloomberg

FRBはバブル抑制とインフレ対策の間で難しいかじ取りを迫られている。

たけなか まさはる
竹中 正治
(龍谷大学経済学部教授)

それが世界経済に何をもちたらずらうか。新興国の債券が売られるのか、ECBの緩和政策で割高になっている欧州株が売られるのか、それは誰にも予想できない。

利上げの遅れは、政治的にも厄介なテーマである。16年11月に米国の大統領選挙が控えている。そこで、金融政策が後手に回って余分な利上げをすることになり、株価が下落したり、ドル高が行き過ぎたりすると、議会の風当たりが今でも強いFRBは政治の圧力を受けて仕事を進めることがさらに難しくなるだろう。

その一方で、利上げを早くしておかないと、次の金融緩和策の選択肢をせばめるリスクも出てくる。つまり、弾薬庫が空になる、という問題である。仮に、16年後半から、経済の拡大が弱くなると見るならば、早めに利上げをして、景気悪化の時のために利下げの余地を作るというのは、金融政策の行き詰まりの罠にはまらない方法である。米国景気は、公式には09年6月が底で、底入れしてから6年弱になる。既に成熟の兆候も見えている。この景気が弱まる事態に、無警戒というのはいただけない。

今の強烈な金融緩和からの撤退は、途方もなく難しい仕事であり、幸運も要るといってよいであろう。

になり、信用の膨張が再び株式か不動産などの資産価格のバブル的高騰を招く危険が2、3年先のことはあるが、じわりと高まっている。

グリーンズパン氏もバーナンキ前FRB議長も、「バブルは破裂してからでないとバブルとは判断できない」という立場であった。資産価格の高騰に関しても、实体经济の景気の過熱、インフレ率の過度な上昇として顕現化する場合のみ、金融引き締めで対応すべきという方針を取ってきた。しかしながら、資産バブルは必ず金融緩和下の信用膨張をベースに起こる。そのリスクを過小評価したコストはあまりに大きかった。

しかも、今日の金融政策が直面する悩ましい問題は、資産バブルを抑制・回避するのに適した金利水準よりも、インフレ率の安定と雇用の最大化を実現するのに望ましい金利の方が低い水準にあるということだ。すなわち、インフレと雇用最大化を目的に金融緩和を続けているうちに、資産バブルを誘発してしまうリスクがある。

この点でイレレン議長のスタンスは前任者らとは微妙に異なり、今年3月27日の講演では金融緩和の過度な持続が資産バブルにつながるリスクにも言及している。同議長がこの悩ましい問題にどう対応するのか、今後数年以内に問われるだろう。

それが世界経済に何をもちたらずらうか。新興国の債券が売られるのか、ECBの緩和政策で割高になっている欧州株が売られるのか、それは誰にも予想できない。

利上げの遅れは、政治的にも厄介なテーマである。16年11月に米国の大統領選挙が控えている。そこで、金融政策が後手に回って余分な利上げをすることになり、株価が下落したり、ドル高が行き過ぎたりすると、議会の風当たりが今でも強いFRBは政治の圧力を受けて仕事を進めることがさらに難しくなるだろう。

その一方で、利上げを早くしておかないと、次の金融緩和策の選択肢をせばめるリスクも出てくる。つまり、弾薬庫が空になる、という問題である。仮に、16年後半から、経済の拡大が弱くなると見るならば、早めに利上げをして、景気悪化の時のために利下げの余地を作るというのは、金融政策の行き詰まりの罠にはまらない方法である。米国景気は、公式には09年6月が底で、底入れしてから6年弱になる。既に成熟の兆候も見えている。この景気が弱まる事態に、無警戒というのはいただけない。

今の強烈な金融緩和からの撤退は、途方もなく難しい仕事であり、幸運も要るといってよいであろう。

それが世界経済に何をもちたらずらうか。新興国の債券が売られるのか、ECBの緩和政策で割高になっている欧州株が売られるのか、それは誰にも予想できない。

利上げの遅れは、政治的にも厄介なテーマである。16年11月に米国の大統領選挙が控えている。そこで、金融政策が後手に回って余分な利上げをすることになり、株価が下落したり、ドル高が行き過ぎたりすると、議会の風当たりが今でも強いFRBは政治の圧力を受けて仕事を進めることがさらに難しくなるだろう。

その一方で、利上げを早くしておかないと、次の金融緩和策の選択肢をせばめるリスクも出てくる。つまり、弾薬庫が空になる、という問題である。仮に、16年後半から、経済の拡大が弱くなると見るならば、早めに利上げをして、景気悪化の時のために利下げの余地を作るというのは、金融政策の行き詰まりの罠にはまらない方法である。米国景気は、公式には09年6月が底で、底入れしてから6年弱になる。既に成熟の兆候も見えている。この景気が弱まる事態に、無警戒というのはいただけない。

今の強烈な金融緩和からの撤退は、途方もなく難しい仕事であり、幸運も要るといってよいであろう。

それが世界経済に何をもちたらずらうか。新興国の債券が売られるのか、ECBの緩和政策で割高になっている欧州株が売られるのか、それは誰にも予想できない。

利上げの遅れは、政治的にも厄介なテーマである。16年11月に米国の大統領選挙が控えている。そこで、金融政策が後手に回って余分な利上げをすることになり、株価が下落したり、ドル高が行き過ぎたりすると、議会の風当たりが今でも強いFRBは政治の圧力を受けて仕事を進めることがさらに難しくなるだろう。

その一方で、利上げを早くしておかないと、次の金融緩和策の選択肢をせばめるリスクも出てくる。つまり、弾薬庫が空になる、という問題である。仮に、16年後半から、経済の拡大が弱くなると見るならば、早めに利上げをして、景気悪化の時のために利下げの余地を作るというのは、金融政策の行き詰まりの罠にはまらない方法である。米国景気は、公式には09年6月が底で、底入れしてから6年弱になる。既に成熟の兆候も見えている。この景気が弱まる事態に、無警戒というのはいただけない。

今の強烈な金融緩和からの撤退は、途方もなく難しい仕事であり、幸運も要るといってよいであろう。

それが世界経済に何をもちたらずらうか。新興国の債券が売られるのか、ECBの緩和政策で割高になっている欧州株が売られるのか、それは誰にも予想できない。

利上げの遅れは、政治的にも厄介なテーマである。16年11月に米国の大統領選挙が控えている。そこで、金融政策が後手に回って余分な利上げをすることになり、株価が下落したり、ドル高が行き過ぎたりすると、議会の風当たりが今でも強いFRBは政治の圧力を受けて仕事を進めることがさらに難しくなるだろう。

その一方で、利上げを早くしておかないと、次の金融緩和策の選択肢をせばめるリスクも出てくる。つまり、弾薬庫が空になる、という問題である。仮に、16年後半から、経済の拡大が弱くなると見るならば、早めに利上げをして、景気悪化の時のために利下げの余地を作るというのは、金融政策の行き詰まりの罠にはまらない方法である。米国景気は、公式には09年6月が底で、底入れしてから6年弱になる。既に成熟の兆候も見えている。この景気が弱まる事態に、無警戒というのはいただけない。

今の強烈な金融緩和からの撤退は、途方もなく難しい仕事であり、幸運も要るといってよいであろう。