

経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明 (むとう やすあき)
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

武藤泰明

景気がどうも気ぜわしい状況になってきた。どう「気ぜわしい」かというと、基本は下向きなのだが、政策は当然のことながらこれを回避しようとする。それだけなら単なる綱引きだが、政策が別の問題を引き起こしそうなのである。

近づこうとしている。ドイツが米中貿易戦争のあおりを受けていることが最大の理由である。量的緩和収束、つまり利上げは困難であると見られている。

連載 第49回

世界は保護主義へ

順を追って解説してみたい。

まずは下向きのトレンドについて。これは挙げればきりがなが、代表的なところでは、日本では2月の政府月例経済報告で、生産判断が40か月ぶりに下方修正された。欧州では昨年末に量的緩和収束が宣言されたのだが、その後の実体経済がよくない。欧州中銀の成長見通しも大きく下方修正されている。長期金利はゼロに

○量的緩和復活

では政策はどう動いているか。米国の中央銀行は、保有資産の圧縮をしばらく行わない方針に転換した。保有資産の圧縮とは「保有する米国債等の資産の量を減らす」ことで、換言すれば、市中の米国債を増やし、カネ余りを解消することである。それをやめるということは、国債な

○余ったおカネはどく

安心できない理由は2つある。第一に、米国の動きが読みにくい。トランプ政権は2か国の相対(あいたい)的な交渉を基本としている。多国間交渉を好まない。このため、つねに米国とどこかの国が交渉中なので、世界の交易ループが固まらない。事業投資や金融投資の前提が

揺らぎ続けるといふことである。

第二は、ふたたび余りはじめたおカネの行先である。右に述べたとおり新興国に資金が戻り始めているが、これによって新興国が再成長路線に乗れるかどうかという問題がある。新興国の経済成長は、貿易の拡大、つまりグローバルゼーションに依存している。換言すれば、米国と中国が大量に輸入することによって成長しているのが新興国である。しかし米国は保護主義で関税を引き上げ、その影響で中国は輸出主導の成長が止まって輸入も減るといふことになれば、新興国は成長が難しい。

このような展開が見えてきたとして、では余った資金はどこに向かうのか。つい最近までのキーワードは「リスク・オフ」であった。つまり、変動がどちらに向かうかわからないので、しばらくの間、リスクのない(あるいはきわめて低い)安全資産に投資するということである。だから日本の国債は投資収益がゼロでも買われていた。しかし、このリスク・オフ行動は、長くは続けることができない。金融投資家の多くは、顧客に投資収益を提供しなければならぬからである。

したがって、資金は米国債・日本国債以外の投資対象を求める。これまでは新興国の債券や株式が投資対象になっていたのだが、「米中」が決着しなければ新興国のリスクが高まる。そこで生じるのは、新興国の金利上昇と株価下落である。交易に加えて金融が経済のブレーキになるということである。

新興国以外の投資対象へも資金が動く。原油、

穀物、金属に資金が向かうことになるのだろう。起きるのはバブルである。念のために言えば、国債などの債券に資金が集中すると、利回りが低下する。リスクがなくなるといふことである。これに対して、株や商品に資金が集まるとバブルが生じる。正反対の現象が起きることになる。

また日米の国債は中央銀行が買っているために出回る量が減ったとはいえずさまじく多い。日米の上場株式も同様である。これに対して、取引量が少ない投資対象については、買い手が少し増えると日常的にバブルが起きる。つまり、商品相場については資金の集まりすぎバブルという問題がある。経済規模の小さい国については資金の引き揚げバブルというリスクがある。米国はさすがに住宅のサブプライムローン

を返済原資とする担保証券や仕組み債はリーマンショック以降激減しているが、かわりに企業向け融資を原資とする証券化商品の残高が急増している。これは債券なのでバブル(価格高騰)はないが、資金が集中するとリスクの割に利回りが低下するので、収益を求める資金がさらに買い増す(サブプライムローンのときと同じ動きである)ため、よりリスクの高いローンが証券に組み込まれることになる。結果として、企業の破綻が金融投資のデフォルトにつながるリスクが高まる。

○トランプ日本への影響

全体として言えるのは、2017年までとは違い、カネ余りが世界経済の安定と成長を下さ

どの買取を通じてカネ余りを復活させる、つまり量的緩和の復活を意味している。そうなれば長期金利が下がるので、企業の投資マインドが高くなるとともに、株の投資収益が国債に比べて良くなるので株価が上がる。そんなことが目指されている。

加えて米国は、対中関税上げ延期を表明した。昨年12月の米中首脳会談で90日の交渉期間を設け、決裂すれば米国が中国から輸入している製品2千億ドル分について関税を15%引き上げる、つまり3兆円の関税増が見込まれたのだがこれが3月末の首脳会談まで猶予された。問題は猶予でしかないというところで、それでも追加関税回避の可能性が示されたことが景気判断のプラス材料になっている。

米国のこの2つの動きを受けて、新興国には資金が戻り始めている。年明け以降、株価は上昇基調である。債券市場にも資金が戻っている。ここまでは、下向きのベクトルを上に向けてよとする政策が奏功しているといふことができる。ただ、ではこの先、もどに戻るのかどうかというと、ちよつとあやしい。安心できる状態には、なかなかならないだろう。

えしないといふことなのである。

ではこの先どうなるのか。貿易拡大は世界経済の成長をうながす。確かにそうである。一方、貿易拡大の前提となる関税撤廃(あるいは引き下げ)や規制緩和は先進国の国民、つまり投票権を持つ人にとっては所得の減少や失業をもたらすことがあり、この場合は保護主義を唱える政治家が票を集める。貿易拡大と保護主義の綱引きは決着を見ない。選挙を考えると保護主義が強いのは欧米を見ていれば明らかだろう。英国のEU離脱も保護主義の流れによる。トランプさんだけが特異な行動をとっているわけではないのだ。つまり、もとの「交易による成長トレンド」に戻ることは難しくそうなのである。

ある意味で幸いなことに、日本はかなり以前に貿易摩擦を経験している。当時の日本は賃金水準と為替レートが低かった。つまり新興国だったのである。それが米国への有名な「集中豪雨型輸出」をもたらし、円高になり、企業(工場)は米国へ進出した。そしてこれに次いで、賃金の低い新興国へと進出したのである。現在、日本の国外資産は世界最大だが、これは米国の1970年代の保護主義のおかげといつてよいのかもしれない。

そしてこの結果、日本企業は他国の保護主義の影響を受けにくくなっていると思われる。もちろん、新興国で生産した製品の輸出は減るだろう。とはいえ工場のある新興国はいずれ(すでに)消費地になる。先進国にはすでに進出済みである。70年代の苦勞が報われる時代になってきたといふことなのである。