

# 今月の金融マーケット

---

## 露呈する市場の脆弱さと政策当局に求められる対応

経済調査部 鳶峰 義清



### 景気回復明確化のサイン見えずに焦れるマーケット

4月に入り、世界的にマーケットが不安定になった。背景として、3月に米国のインフレ懸念や利上げ加速懸念などから米国金利が上昇し、ドルで資金調達してエマージング（新興工業国）市場へ投資する形をとっていた資金フローに変調を来したうえ、経済指標などから景気回復の明確な兆候が見えなかったこともあって、投機筋等が一時的にリスク性資産を圧縮したこと等が挙げられる。

経済指標を確認すると、景気先行性の高い指標の停滞が続いているものの、総じて見れば潜在成長程度の拡大が続いていることを示唆するものが多く、景気が失速していくような兆候は見られない。特に金利が経済に及ぼす影響が大きい米国では、リスク性資産から退避した資金が米国債市場などに流れたことによる金利低下の効果が、個人消費を相当程度押し上げる効果を持つと判断される。したがって、現段階では景気が下ぶれていくリスクは小さく、マーケットの混乱も一時的なものにとどまり、やがて世界的な景気再加速を織り込むことが可能になると見込まれる。

### マーケットが実体経済を振り回す可能性を政策当局は加味すべき

とはいえ、過去のマーケットと景気との関係を振り返ると、マーケットが実体経済から乖離して動いた結果、景気に大きな影響を与えたことが何度もあった。最もわかりやすい例が、バブル前後だ。バブルは資産価値が実体経済以上に膨らんだもので、金利が上昇してもなかなか景気を冷やすことはできない。逆に、バブル崩壊などにより資産価値が実体経済以下に縮小した場合、金利を引き下げてもなかなか景気を浮揚させることができない。わずかなきっかけでマーケットが大きく動揺する例も枚挙にいとまがない。戦争やテロが代表的だが、一部企業の損失等が信用マーケット全体に緊張をもたらす例もある（1997～98年の日本の金融危機や、98年のLTCMショックなど）。

したがって、足元についても実体経済は健全だからとか、金利低下が景気浮揚や緊張緩和に繋がるからといって、大きな影響はないと決めつけることは誤りであろう。特に、ITバブル崩壊以降、米国の株価が債券に対して過去例の無いほど割安な状態にとどまっていることや、外国人保有比率の高まりにより日本の株価が外国株価の影響を受けやすくなっていることなどを勘案すれば、米国の株式市場を震源として日本を含めたグローバルな株式市場が大きく動揺する可能性は否定できない。これにより、企業や家計の景況感が悪化すれば、日米などで景気下支え役を担っている設備投資意欲や雇用意欲が薄れ、個人消費にもマインドだけでなく、所得面からもネガティブなインパクトをもたらそう。この場合、長い目で見れば金利の低下が需要の持ち直しに繋がると考えられるが、一時的に景気は大きく落ち込むリスクが高い。

このように、資金がグローバルに展開し、且つ低金利による過剰流動性が縮小の方向に転じ始めていることや、投資家がリスクに対して脆弱な状況にあることを勘案すれば、実体経済に基づく判断のみで経済政策を行うことは極めて危険である。FRB（米連邦準備理事会）はインフレリスクを、日銀はデフレ脱却による経済正常化を念頭に金融政策を採ろうとしているかもしれないが、マーケットが置かれている状況などを勘案すれば、より慎重な行動が求められると考えられる。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）

第一生命経済研レポート 2005.6