

08 年後半の市場テーマはスタグフレーション

経済調査部 鳶峰 義清

皮肉な結果を招いた短期金融市場の落ち着き

2007 年のマーケットのテーマはサブプライムローンだったが、ここへきてテーマが変わりつつある。6 月に入り、世界の株価は下落基調を再び強めたが、その背景にあるのが各国中央銀行による利上げである。6 月中に 14 カ国もの中央銀行が利上げを行ったが（うち、インドは 2 回の緊急利上げを実施）、サブプライムローン問題に絡み、荒れていた短期金融市場に一定の落ち着きが見られるようになってきたことと無関係ではないと判断される。特に、6 月の理事会後に 7 月利上げの公算が高いことを示唆した ECB（欧州中央銀行）の行動は、サブプライムローン問題と決別し、域内に高まるインフレ圧力の抑制に本格的に乗り出す方向へと舵を切ったことを象徴している。

景気は緩やかに回復という見通しの修正必至

当社を含め、多くのエコノミストや予測機関の世界経済に対するこれまでの見方は、サブプライムローン問題の沈静化とともに米国経済の悪化に歯止めがかかり、堅調な欧州や新興国経済に牽引されて、景気は 08 年後半に下げ止まり、09 年には緩やかに回復する——というのがコンセンサスだ。ただし、こうしたシナリオは原油価格の騰勢が一服するというのが大前提だった。実際にはそうならず、世界ではインフレ加速に歯止めがかかっていない。中央銀行から見れば、サブプライムローン問題で利上げを躊躇っている間に、インフレ率は政策金利を追い越すほどに上昇しており、今後は資源インフレが賃金インフレへと変貌しないよう、景気にブレーキをかけなければならないと考えていよう。

これまで比較的景気が堅調だった欧州や新興国の多くで、金融政策は後手に回っている。資源価格と賃金とがスパイラル的に上昇し、本格的なインフレ加速を防ぐために、中央銀行は今後も比較的速いテンポで利上げを続けよう。これにより、景気に深刻なダメージを及ぼすリスクも出てきたと判断せざるを得ない。今年後半から来年にかけて、世界経済の回復を主導するはずの地域が、むしろ世界経済の足を引っ張る可能性が出てきた。

スタグフレーション懸念でマネーは資源へ

4 月から 5 月にかけての株価が回復していく過程では、年後半から企業業績は予想を上回るとの見方が台頭した。しかし、世界的な金融引き締め傾向の強まりを勘案すれば、現実には逆になる公算が大きい。したがって、世界同時利上げの様相が続く限り、利上げの可能性が低い日米も含めて、株式市場からの資金流出は続く。一方で、中央銀行が後手に回ったとの評を覆せない限り、債券市場にも資金は流れにくく、長期金利は下がりにくい。また、短期金利がインフレ率を下回るような状況では、短期市場への資金退避も限定的なものにとどまろう。無論、バブル崩壊の印象が強い不動産や各種信用市場へ再び資金が回帰するとは考えにくい。

このように消去法で考えると、資金が最も流入しやすいのは商品市場となる。したがって、商品市況高に歯止めをかけられない限り、世界がスタグフレーションに陥る可能性は高い。最近の各国中央銀行の行動からは、そうしたシナリオが現実味を帯びてきたことが判る。各種マーケットも、スタグフレーションの可能性を織り込み始めたようだ。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）