

出口戦略と投機規制

～原油高騰とその反動への警戒～

発表日：2009年7月9日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

最近、イタリアでのサミットの声明文にみられるように、「出口戦略」の文字を目にすることが多くなった。その背景には、大規模な景気刺激の副作用として、一頃、長期金利上昇や投機的な商品市況の高騰が進んだことを警戒する意図が込められているのだろう。すでに、米国では投機規制に関する取り組みが進んでいる。日本には、金融政策が量的緩和政策からの出口を見つけた経験がある。それらを踏まえ、海外の投機拡大とは異なる事情を勘案し、議論していくことが肝要だろう。

出口戦略の背景

イタリアで開催されている首脳会議（ラクイラ・サミット）では、共同声明の中に「出口戦略」の必要性が記された。具体的には「例外的な政策を、景気回復が確実となった際には元に戻すための適切な戦略を用意する必要について合意した。これらの『出口戦略』は、国内の経済状況や財政状況によって国により異なるだろうが、長期的に持続可能な回復を確保するものでなければならない」とする内容である。出口論自体は、6月13日のレッチェで開催されたG8財務相会合でも議論された論点でもある。

こうした出口戦略に関して、日本国内で聞かれる声は、「出口戦略など時期尚早」という否定的見解でほぼ一致している。与謝野財務大臣でさえ、「今は考える時期で、実行しようとする時期ではない」という反応である。

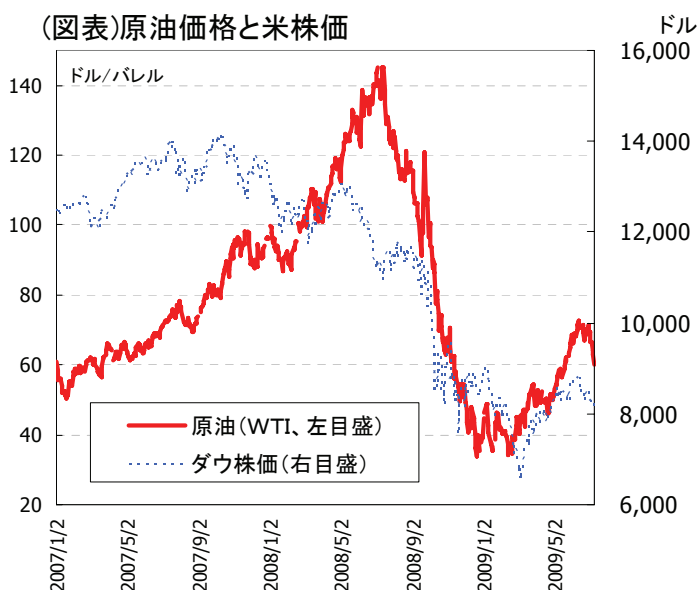
しかし、海外で、なぜ今、先進国から出口戦略が活発に提起されるようになってきているのかという点は、よく吟味してみる必要がある。具体的に、何が金融・財政政策の副作用として警戒されるのか、そして、現時点でその副作用の蓋然性がどれくらいなのかをイメージしてみることの重要性である。それをせずに、単に、シンボリックな言葉としての出口云々を語ることはあまり有意義とは思えない。

長期金利上昇と投機助長への懸念

まず、出口戦略の議論に熱心なEU、とりわけドイツに注目すると、彼らは財政赤字拡大を警戒しているようだ。EUが形成された歴史的経緯を考えると、財政拡張に歯止めをかけたがる発想に親密であることは頷ける。世界的な景気回復がみえてきた現在、経済対策が大き過ぎないかどうか注意を払っているのだろう。

先進各国に関して、もっと一般的な問題意識として、長期金利上昇への警戒感があると考えられる。米長期金利は、2009年5月末から4%近くに接近するまで上昇し、この時期には「悪い金利上昇」という見方があった。財政拡張に歯止めがないと、債券需給の悪化が想起させる。その作用自体が景気悪化を増幅させるので、財政拡張の節度を示さない、

(図表)原油価格と米株価



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

財政政策の刺激効果が弱まってしまうという論法である。

また、これとは別のルートで、原油など商品市場における価格高騰の問題もあっただろう。特に、原油価格WTIは、2008年夏に1バーレル=147ドルをつけた後、一時には33ドルまで下落したが、5月辺りから上昇ペースが速まって70ドルを超えるところまで来た(図表)。先進各国は、この原油高騰のスピードを警戒して、金融緩和が行き過ぎているのではないかと心配したのではないかと。

原油など商品市況に関しては、商品ファンドなどを通じて投機マネーが流入したことが指摘される。超低金利が長引くという観測が強まりすぎると、割安な短期資金を調達して、高リスクの投資対象に集中投資を仕掛ける動きが活発化する。だから、政策当局が出口戦略に言及することで、低利調達に過度の安心感が及ぶ観測を後退させて、投機的取引を牽制しようというのが政策意図とも解釈できる。

出口戦略と投機の反動

日本にとっては、G8諸国での出口論はやや縁遠いもの感じられるだろう。しかし、よく考えると、その影響は非常に見えにくいあたりで確実に及んでいる。7月初に米雇用統計が発表されて、非農業部門雇用者数が前月比▲46.7万人と予想外の減少となり、それまでの米景気楽観論に冷や水を浴びせたとされる。雇用統計を嫌気した欧米株価は下落して、それに引きずられるかたちで日本株価も下落した。

筆者は、この動きの背後では、株価だけではなく、原油・穀物価格の反落とも連動した動きがあったと考えている。ここで、米長期金利が目立って低下していることを見逃してはいけない。商品市況反落と長期金利低下という両方の動きには、その裏側でリスクのある資産から安全資産への資金シフトがあったと考えられる。

春先以降、米国の金融市場では、金融不安の後退に伴う「質への逃避」が解消し、安全資産に集まりすぎたマネーが、株式・社債へと分散する変化があった。それが長期金利上昇として表れたのであろう。すなわち、債券売り+株式・社債の買い=株価上昇とクレジットスプレッドのタイト化、が起こったのである。

ところが、株式・社債への資金シフトは、玉突き現象のように、さらなるリスク性資産へのシフトとして、商品市場への資金流入を生んだ。中国など新興諸国の景気回復が伝えられると、素材需要に注目が集まり、商品市況には追い風が起こる。商品市況の上昇には、投機マネーの梃子入れがあったとも言われる。

しばしば指摘されるのは、商品指数ファンドの作用である。商品指数ファンドは、指数が上昇するのに反応して投資額を増やす。そのため、今回の局面でも、商品市況はボラティリティを高め、商品指数ファンドがプロシクリカルな働きを演じたと考えられている。5月に米ストレステストが発表されて、信用面での緊張感が大きく後退した後の局面では、リスク性資産への回帰とともに、リスクマネーが一気に商品市況を押し上げたと考えられる。

それに対して、最近になって、G8諸国が出口戦略への言及を強めたことは、5月以降の流れを反転させるショックを起こしたと理解できる。商品市況は反落し、株価も同様に大きく下落した。マネーはリスク性資産から再び債券投資に戻って、米長期金利は低下した。

日本にとっての影響は、為替相場を介して大きくなっている。米金利の急激な低下は、日米長期金利差の縮小を引き起こし、それがドル売り・円買い=円高圧力になったからだ。折から、円高は、株価を下落させる流れにつながりやすい。やや迂遠なルートではあるが、世界的な投機警戒論が、回りまわって日本の円高・株安へと波及したというのが筆者の理解である。

積み重ねられる投機規制

出口戦略が、投機的なマネーの動きへの警戒感になったという点は、最近の一連の投機規制論と歩調を合わせるものであろう。イタリアのサミットでは、声明文の内容に、(1)タックスヘイブン規制への取り組み、そうした

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

流れに非協力的な国・地域に対する対応の確認、(2) ヘッジファンド規制、(3) 店頭取引デリバティブ市場の標準化、中央清算機関の設置、などが書き込まれている。

米国については、追加的景気刺激の声が上がるなど、出口戦略には慎重な雰囲気を感じられるかもしれないが、その一方で、投機規制について着実な取り組みをしていることを忘れてはいけない。商品先物市場の監督機関であるCFTC(商品先物取引委員会)では、市場の透明性を確保して、投機的マネーを牽制しようという動きがある。取引参加者の口座番号制度を導入し、取引の流れを把握したり、原油先物取引に持高制限を課すという規制の動きである。

オバマ大統領の属する民主党は、2008年前半に原油高騰が進んでいる時期、原油先物市場に実需のふりをして投機マネーが大量に資金流入する各種ループホールを規制することに熱心であったことを思い出す。選挙期間中のオバマ大統領は、原油取引で利益を上げた石油業者に超過利得税を課すのではないかという観測もあった。

ほかにも、米国での投機警戒の動きは、6月に発表された米金融規制改革案にもみられる。この改革案は、金融監督体制をFRBに一元化し、投機的取引の失敗が金融システムに悪影響を及ぼすことを未然に防ぐことを意図している。投資ファンドは証券取引委員会(SEC)に登録を義務付けられ、規模・レバレッジなどの情報を開示することを求められている。ブッシュ時代の原則自由だった流れは、オバマ政権になって切り替わり、規律重視の方に軸足が置かれている印象がある。

出口戦略の再検討

出口戦略の議論が、日本の景気刺激策とは全く異なる脈絡で語られていることは、以上の通りである。出口論を完全に視野の外に置いて、景気刺激策に突っ走るとは、投機助長や金利上昇の反動を貯め込むという副作用を度外視したものである。海外で生じた投機の反動は、否応なく日本にも影響を及ぼすので、日本も適切な出口戦略を決めることについて利害関係者であることを念頭におかねばならないだろう。

反面、欧州などが主導する金融規制論に、日本が完全に取込まれてよいのかという問題もある。考えてみると、日本の金融機関は、世界的な証券化バブルの渦中で踊っていた訳ではない。むしろ、日本の体質は、条件設定の制約が効きすぎて、過度に信用が萎縮することが心配されている。リスクに過敏になって、日本国内で民間信用が萎縮すると、今度は公的金融が再びその存在感を増すというのが、日本で起こっている最近の問題である。わが国における金融面のルールづくりの議論は、日本の金融風土を加味しながら、国際的な流儀を杓子定規にあてはめないことが肝要に思える。

日本のマクロ財政・金融政策についての出口戦略は、投機規制=プルーデンス・ポリシーとは位相の違った問題として、別にきちんと整理しておくべきであろう。金融政策であれば、過度に金利形成を歪めるオペレーションを縮小しながら、中長期的に低位安定した企業の資金調達を助けるようなスタンスが望ましい。財政政策は、景気情勢次第で適切な財源確保ができるようなコミットメントを設定することが必要だろう。

G8諸国が議論している出口戦略は、財政政策が動員されたときに、政策刺激をどこまで行うかという出口に関するコミットメントがないままに進められたというところが、問題の原点にはある。日本の場合は、かつては日銀が量的緩和政策にCPIのコミットメントが設定され、実際にそのコミットメントを履行した経験がある。その先行的な経験の蓄積を、もっとG8の財政・金融政策のルールづくりの議論に活かしてもよいようにも感じる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。