

「第2次危機」が世界を変える

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



10年に一度ぐらい起きる危機のたびに日本の経済構造は変わってきた。株価と実体経済に乖離がある点でコロナ危機はリーマン危機からの続き。2度の危機で社会構造は大きく変わる。コロナも2度目の危機にあたる。コロナの早期収束を前提とした株高と空前の低金利の反動に警戒が必要。

過去の日本経済の流れを振り返ると、10年に一度ぐらいの頻度で大きなショックや危機に見舞われている。そして、その危機が転機になって、マクロ経済や金融市場の流れが大きく変化する。1970年代に2回起きた石油ショックで、日本の産業構造は重厚長大から軽薄短小に大きく変化した。90年前後のバブルの崩壊と98年の金融危機で、日本の経済構造が大きく変わったことは説明するまでもない。

危機と経済の変化の間には、双方向での因果関係が想定できる。既存の経済構造が限界にまできているので、それが最終的には市場にショックとして現れる。日本でのバブルの崩壊や金融危機、あるいは米国でのリーマン・ショックなどは、累積した不均衡の結果としての市場の爆発という面がある。一方で、危機やショックが経済構造の変化を促すという逆の方向の因果関係も想定できる。石油ショックで資源価格が大きく変わったことが、産業構造を大きく変えた。85年のプラザ合意による為替レートショックは、その後の日本経済に大きな影響をもたらした。日本におけるバブルの崩壊や金融危機も、金融市場などに大きな変化をもたらした。

危機が社会や経済の構造を大きく変えるきっかけとなるのは良くわかるが、フォーリンアフェアズ誌の7月/8月号でセバスティアン・マラビー氏が指摘したように、「2度の危機はもっと大きな変化をもたらす」というのはさらに説得的である。石油ショックは2度続くことでより大きな変化の原動力となった。90年のバブル崩壊では経済社会は揺らぐ程度であったが、98年の金融危機がそれにとどめを刺した感がある。

新型コロナウイルスのもたらした危機は、これからの経済や金融市場の形が大きく変わる原動力となるだろう。ただ、リーマン・ショックとコロナ危機という二つの

危機をつなげて考えてみることで、危機が経済にもたらす影響がさらによく見えてくるのではないだろうか。実際、コロナの中で起きている金融市場の動きは、リーマン・ショック後の動きと多くの点で類似性がある。その類似性として、特に二つの点をあげたい。一つは高値の株価と低迷している実体経済の大きな乖離である。金融市場が堅調という意味では、債券市場でのリスクプレミアム状況や新興国の国債利回りにも似た面がある。コロナショックの初期の3月には金融市場は大きく動揺したが、4月以降は総じて堅調であると言ってよい。コロナの影響で実体経済の低調が続くこととのギャップが大きい。こうしたギャップの背景には大規模な金融政策や財政政策の存在がある。程度こそ違おうが、低調な実体経済と高値を更新する株式市場のギャップへの懸念はコロナ以前にも見られた。

コロナ以前から続いているもう一つの市場の特徴は、低金利・低成長・低インフレというデフレ的な現象である。「日本化」現象とも呼ばれる動きだ。こうした3低ともいべき背後に、大規模な金融緩和と財政政策が存在する。コロナ後、この流れはさらに顕著であり、日本だけでなく欧米の多くの国が「日本化」しているように見える。その背後では、長期停滞 (secular stagnation) とも呼ばれる実体経済の動きがある。主要国の長期金利は30年間以上にわたり低下を続けている。長期停滞で民間部門が資金余剰の状態にあるので、政府の財政赤字を十分に吸収しても、長期金利 (国債利回り) がゼロに近い水準にとどまっている。国債利回りが低いので、過剰な債務であっても財政への追加的な負担はほとんど皆無である。そうした中で、政府はさらに財政支出を拡大し、日銀は金融緩和を強めている。

コロナ危機の中にあっては、こうした大胆な財政金融政策は必要なことだろう。た

だ、これだけの厳しい経済状況とこれだけの大胆な政策的な関与であるにもかかわらず、株価は好調であり3低が続くということが不気味でもある。危機によって何も起こらなければよいが、2度の危機によって経済は大きく変わるという過去の教訓が気になるところだ。

少なくとも二つのリスクに警戒をする必要があるだろう。一つは実体経済と大きくかけ離れた株価だ。ワクチンの開発などコロナ問題が早い段階で解消され実体経済が回復するのであれば、株価はそれを先取りしていたということになり問題はない。しかし、現実には不況が長期化するような流れとなっている。それでも株価は現状のような状況を維持し続けるのだろうか。

もう一つ気になるのは低金利である。低金利だからこそ、過剰な公的債務があっても財政は回っている。仮に金利が上昇をすることがあれば、日本の財政運営が心配になるほど、日本の公的債務の規模は大きい。景気が悪い状況が続くようであるなら、低金利が続くのかもしれない。しかし、私たちはコロナ危機から脱却して景気が回復することを願っている。その景気回復によって金利が上昇を始めるようなことがあると、財政リスクという問題に直面することになる。

*この記事・写真は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断転載、複製を禁じます。

いとう・もとしげ 1974年(昭和49年)東大経済学。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から学習院大国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務める。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身、68歳。