

経済成長と金利の板挟み

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



コロナで世界の経済指標は最悪だが、2021年、22年に急回復の見込み。ワクチン普及や財政出動が前提だが、景気過熱を見越し金利が上昇を始めた。低金利で国債の利払いが低くなり、財政赤字が許容される日本化が進む。米金利上昇は新興国の金利上昇に波及、経済回復の足かせになりかねない。

コロナ危機で、世界経済は戦後最悪の経済的落ち込みを経験している。IMF（国際通貨基金）による直近の1月の予測によれば、世界経済の2020年の成長率はマイナス3.5%と予想されている。しかし、今や市場の関心はその先に向かっている。そのIMFの世界経済の成長率予想によると、21年はプラス5.5%、22年もプラス4.2%となっている。

驚異的な回復のスピードである。昨年の落ち込みを1年で取り戻し、来年になっても平時よりも高い成長率を維持するという予想になっている。これはIMFの予想だけでなく、OECDや民間金融機関なども同じだ。ウイルス感染のこの先の動向や経済への影響には不確実性の幅が大きいため、この先の見直しには慎重になるべきだが、それにしても多くの機関が驚異的な回復のスピードを予想している。

こうした驚異的な回復が予想されるのには、二つの背景がある。一つはウイルス感染による経済危機という特殊な景気後退要因によるものだ。一言で言えば、落ち込みも急速だが、その分回復も早いということだ。そもそもの要因である感染が収まってくれば、回復も早いはずだ。ワクチンの成果に対する期待も大きい。

急速な回復の二つ目の背景には主要国による大胆な景気刺激策の存在がある。米国が決めた1.9兆ドルの追加経済対策は突出しているが、日本も含めた他の先進国も大規模な経済対策を進めようとしている。コロナ禍で経済が大きく落ち込んでいる中ではこのような大胆な景気対策が行われることを歓迎する声は大きい。ただ、経済を過熱させる原因になると心配する市場関係者も多い。そうした声を裏付けるかのように、米国で長期金利が上昇をはじめ、株価もそれに反応を始めている。新興国の長期金利も上昇傾向になっている。

急速な景気落ち込みと、それに続く急速な景気回復。これまであまり経験のないよ

うな事態は、経済政策の運営を難しくしている。財政政策に関して言えば、教科書でよく議論される財政の政策ラグ（時間的遅れ）の問題が気になる。

経験のないような景気の落ち込みだったので、それに対応するためにもこれまでやったことのないような大規模な景気対策を行う。それも足元での雇用対策や貧困救済だけでなく、景気回復を促すような公共投資なども大幅に拡大する。ただ、そうした公共投資などの財政支出の成果が出てくるには時間がかかる。その時にはすでに景気が急速に回復しており、財政施策の効果と景気回復が相乗的に働き景気は過熱状態になる。これが財政政策のタイムラグの問題だ。

日本はもともとデフレ経済で景気も低迷したので、コロナ危機を契機に少し経済が過熱することがあってもよいではないか。そういった意見もあるだろう。ただ、これまでの金融市場はデフレ的な経済環境を反映したものである。マクロ経済に大きな変化があれば、それに金融市場も大きく反応する可能性が出てくる。

特に注目すべきは金利の動向であろう。これまでの経済の流れを一言でいえば、低金利・低成長・低インフレであった。需要が低調であったことがこの動きの底流にあった。政府の財政収支は赤字が続いていたが、コロナ前までの10年間、財政赤字は縮小傾向が顕著であった。その財政赤字を補ってあまりあるだけの余剰貯蓄が民間部門から出ており、日本国内での資金は基本的に供給超過であったと言ってよい。

財政赤字が出て、景気が悪いことが資金供給を支え、金利は低下を続ける。金利が低いので政府などの債務が増えても利払いなどの財政負担は小さい状況が続いた。そして金利が低いということが、株価や不動産価格を高めに牽引してきた。皮肉なことに、コロナ危機はこうした流れをむしろ強化することになった。そしてこの日本的

な現象は、欧米にも広がっている。

IMFなどの予想に近い経済成長の動きになれば、長期金利への上昇圧力はさらに強くなるだろう。米国の経済成長率の予想については20年（マイナス3.4%）21年（5.1%）22年（2.5%）という予想をしている。世界全体の見直しとあまり変わらない数字である。ちなみに、日本については20年（マイナス5.1%）21年（3.1%）22年（2.4%）と、世界や米国に比べて回復のスピードが遅い。それにしても、過去の景気の波に比べれば失速と回復のスピードが速いことには違いはない。

いずれにしても、金融市場では世界がつながっている。米国で金利上昇が起きれば、新興国の金利も上昇して行くだろう。米国で株価が動けば、それは日本の株価にも瞬時に影響を及ぼす。中央銀行は過剰な金利の変動を抑制しようとはするだろう。ただ、中央銀行は神ではない。全ての市場を思うがまま支配できるわけでもない。長期金利も株価も、経済の大きな変化に反応して動くだろう。当面は夏までのウイルス感染の収束の動向とそれに米国経済がどのように反応するのかに注目すべきだろう。今後の金融市場の動向を決めるのは、激しく動く予想される実体経済であるからだ。

いとう・もとしげ 1974年（昭和49年）東大経卒。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月から学習院大学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、69歳。