

潮流

ふたつの不均衡

世界経済の回復基調とIT革命の進展を背景に、資本市場は株高、債券安の傾向となっているが、今年は、投資家にとってこうした景気回復による金利上昇のほかに、内外の不均衡の変調からくる為替や金利動向に悩まされそうで、極めて難しい投資環境の年といえよう。その不均衡とは、米国の対外負債の増加と日本の政府負債の増加であり、それぞれが既に持続不可能な程の危険水準にまで膨らんでいるということである。

米国の対外バランスの悪化は景気過熱から止まらず、99年7-9月の経常収支赤字は年率換算で3,598億ドルと過去最大の幅となっており、99年度中赤字額は4,000億ドルを突破するといわれる。これは、プラザ合意時点の赤字額1,500億ドル程度をはるかに超え最悪の水準であり、その対外ファイナンス問題は、世界の投資家の最大の関心事となっている。

このため米国は、景気拡大のペースを落とすべく、金利引上げにより、景気、株価の過熱を押さえようとしているが、バブルの域に達した市場の過熱感は収まっていないのが現状である。今後、緩やかな景気減速がうまく行かず、より一層の厳しい引き締め政策をとらざるを得ない場合、ドル安、株安、債券安のトリプル安が発生する懸念があり、この時、世界の資本市場が混乱する可能性もある。

また、日本の財政バランスの悪化も、危険水域にまで達しつつある。「失われた90年代」に9回、100兆円以上の景気対策を行なった結果、財政収支は大幅悪化、政府債務残高は「隠れ借金」も入れれば、約700兆円（対名目GDP比140%）にも達すると推定されており、今後の制度改革等により、実態は顕在化してこよう。

この結果、国債残高は急速に増加している。財政収支不足が対名目GDPで10%にも係らず、日本の長期金利が極めて低位安定している背景には、公的金融機関の国債保有が総残高の約60%にも達しており、更に、ゼロ金利政策と国債管理政策で低金利が維持されている事実がある。しかし、こうした国債管理が何時までも有効という保証はない。特に今後は、国債の大量発行ほか、郵便貯金の償還問題もあり公的金融による消化は次第に難しくなることから、徐々に財政悪化を織り込んだ金利水準に上昇する懸念がある。

日本の長期金利の上昇は、日米金利差の維持によって支えられてきた面がある米国の対外ファイナンスを不円滑にし、米国の金利上昇の要因となろう。80年代の日本の対外債券投資急増とは異なり、90年代は日本の投資家のリスクテイク能力の落ち込みから、日米金利差による債券投資の裁定行動は必ずしも明確ではないが、日本のゼロ金利政策と国債管理政策による長期金利の低位安定は、回りまわって、米国の対外バランスの拡大を可能にしてきた面のあることは否定出来ない。

現在、投資家は、ゼロ金利水準による短期運用の収益性悪化のなかで、来年度からの時価会計導入に備え、金利リスクのポジションの限度と、新BIS規制による信用リスク管理強化等のために、短期的投資行動にならざるを得ない状況である。今後、景気が順調に回復し、ゼロ金利が解除される可能性がでてくれば、ふたつの不均衡の変調が原因で、為替、金利の変調幅が増大することが予想される。今年の資金運用は、いろいろなケースを想定し対応しておくことが必要のようだ。

（常務 伊藤 浩二）