

■やまぬ音楽、踊るマネー——金融の蛇口は締まらず（核心）

2017/07/24 日本経済新聞 朝刊 7 ページ 2208 文字

編集委員 滝田洋一

「音楽が鳴っているうちは、踊り続けなければならない」。米シティグループの最高経営責任者（CEO）だったチャック・プリンス氏はそう述べた。サブプライム（信用度の低い個人向け）住宅ローンの焦げ付きが問題になりだした2007年夏のことだ。

この言葉はバブルの核心を突いている。市場は熱を帯び、そろそろ怪しくなっている。でもライバルたちが稼いでいるうちは、ひとり舞台から降りるわけにはいかない。自分だけはどうも抜け駆けできるはず。そんな心理がますます相場を盛り上げる。

デフォルト（債務不履行）の常習者というべきアルゼンチンは、17年6月に100年債を発行した。その債券に投資家の買いが殺到し、3・5倍もの応募倍率となった。ギリシャが3年ぶりに発行する見込みの債券も、水面下で引き合いが活発となっている。

世界の投資家は少しでも利回りの高い金融商品を求め、不動産、未公開株などオルタナティブ（代替運用）と呼ばれる分野に殺到する。資産運用会社など大手100社のオルタナティブ投資残高は16年には4兆ドルあまりに達した。

アルゼンチン債が人気を集めていたころ、米国株はハイテクのうたげのさなかだった。株式時価総額でアップル、グーグル（アルファベットの子会社）など上位5社を合わせると、6月末時点で2兆8000億ドルに。人工知能（AI）革命が進行中にせよ、英国の名目国内総生産（GDP）に匹敵する過熱ぶりだ。

投資家は役者。カネ余りは舞台。劇を演出したのは、米欧そして日本の中央銀行である。08年9月のリーマン・ショック後の金融危機と景気底割れに対処すべく、金融の蛇口を目いっぱいひねり、国債などを大量に買い上げた。

米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日銀の総資産は17年7月時点で計13兆8000億ドル。リーマン前の4倍に膨らんだ。リーマン後の世界の株価上昇は、中銀マネーの拡大にピタリと足並みをそろえている。

中央銀行の集まりである国際決済銀行（BIS）のエコノミストたちは、大規模緩和が生むバブルに警鐘を鳴らし始めた。「金融政策の正常化は実施するかどうかの問題ではない。いつ、どのくらいの速さで、どの水準まで実施するかの問題なのである」

6月25日に発表した年次報告の筆致はいつになく挑戦的。同日に開いたBISの総会に集った中央銀行総裁たちの間では、年次報告の懸念が意識されたはずである。

ECBのドラギ総裁は6月27日、「デフレの圧力はインフレの力に置き換えられた」と発言し、量的緩和の打ち止めをにおわせた。28日にはイングランド銀行のカーニー総裁やカナダ銀行のポロズ総裁が利上げを示唆し、事実カナダは7月12日に利上げした。

FRBはすでに緩やかな利上げの局面に入っているが、量的緩和で膨らんだ資産についても年内に圧縮し始める。7月12～13日の議会証言でイエレンFRB議長は、方針を伝え了解を得た。一見するとカネ余りのうたげに幕が引かれつつあるように思える。

だが多くの金融関係者は10年前のプリンス氏の気分である。FRBが徐々に資産を圧縮するにしても、日銀やECBも合わせると、資産は高水準のままだからだ。三菱東京UFJ銀行の鈴木敏之シニアマーケットエコノミストの試算ではグラフのようになる。

FRBは17年10月から保有資産を発表済みの計画通り圧縮し、ECBは18年から6カ月かけ国債購入を打ち止めにする。日銀は黒田東彦総裁が任期を迎える18年4月までは現状の量的緩和を続け、新総裁が国債購入を打ち止めにする——。そんな前提を置いても、18年末の三大中央銀行の資産規模は13兆8000億ドル。足元と同水準である。これでは引き締め感はない。



金融の引き締めには、中央銀行の資産圧縮という「量」の縮小と並んで、「金利」の引き上げがある。ドラギ総裁が意表を突いて緩和の出口をほのめかした時点で、市場参加者が懸念したのは「量も金利も」という事態だった。

ところがイエレン議長は議会証言で「慎重な利上げ」を約束し、市場の不安感がぐっと和らいだ。18年2月に任期切れを迎える議長としては、混乱を防ぎつつ有終の美を飾りたいと考えているようだ。

グリーンズパン元FRB議長をほうふつとさせる漸進的な出口政策である。FRB流のこうした手法に対しBIS報告は批判的だ。市場に手の内を明かすようなやり方では、次の一手が見え見えで金融引き締めの効果は出ない。結果的に市場参加者の過度なリスク選好を後押ししてしまうというのだ。

FRB対BISの論戦は興味深いだが、日本はそんな議論のさらに手前の段階にある。日銀の総資産は名目GDP並みに拡大しているものの、消費者物価は前年比でようやくマイナスを脱したばかり。政府と日銀が目標とする2%のインフレにはほど遠い。

財政との関係もある。政府の経済財政見通しの成長シナリオでも、22年度までは長期金利が名目成長率を下回ると見込んでおり、23年度に初めて両者はほぼ同水準になる。金利の低位安定が、財政立て直しの前提にされている。

もちろん景気が回復しつつあるなかで、物価が足踏みを脱却し切れなければ、日銀マネーが供給される「いい湯加減」が続くことになる。市場参加者は案外そんな事態を望んでいる。音楽が鳴りやまないなかで、次に踊るのはどのようなダンスなのだろうか。

#### ■資産縮小「比較的早く」、FRB議長議会証言、利上げ、慎重判断。

2017/07/13 日本経済新聞 朝刊 9ページ 1264文字

【ワシントン＝河浪武史】米連邦準備理事会（FRB）のイエレン議長は12日、米下院金融サービス委員会で「経済が想定通りなら、比較的早く保有資産の縮小を開始する」と表明した。市場では9月の会合で資産縮小を決めるとの見方が浮かんでいる。「今後数カ月は物価動向を見極める」とも述べ、保有資産の縮小を急ぐ一方で、追加利上げは慎重に判断する考えをにじませた。

FRBは2月と7月に金融政策報告書を提出して、議長が上下両院で議会証言に臨む。イエレン氏は12日には下院委、13日には上院委で証言する。12日の冒頭発言ではバ

ランスシートの縮小について「年内に開始するだろう」と指摘。その後の質疑応答で「比較的早期に」と踏み込んだ。今月下旬に開く次回の米連邦公開市場委員会（FOMC）はイエレン議長の記者会見を予定しておらず、市場では9月中旬の会合で資産縮小を決めるとの見方が強まっている。

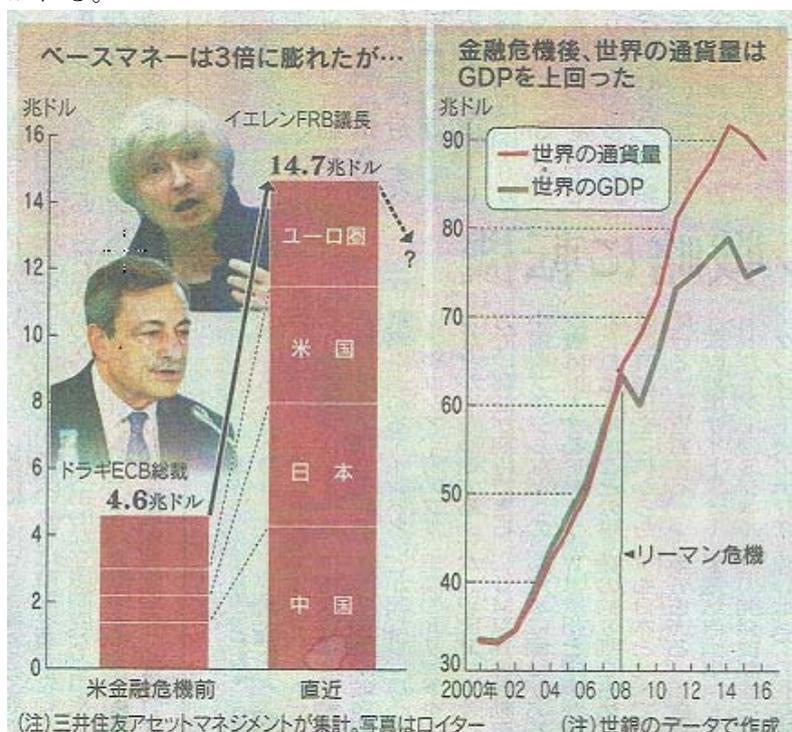
F R Bは08年の金融危機後の量的緩和で、米国債や住宅ローン担保証券（MBS）を大量に買い入れた。バランスシートの規模は危機前の9千億ドルから4兆5千億ドルまで拡大。緩和終了後も満期を迎えた保有債券に再投資することで資産規模を維持してきた。資産縮小に転じればF R Bの政策運営は危機対応から完全に脱するが、投機マネーの巻き戻しなど市場の動揺も不安視される。

■緩和マネー、世界で90兆ドル、1.8倍に、縮小へ難路、景気・物価なお不安。  
2017/07/15 日本経済新聞 朝刊 1ページ 1796文字

米連邦準備理事会（F R B）に続き、主要な中央銀行が2008年のリーマン危機後、ほぼ10年にわたり続けてきた金融緩和の解除に動く。カナダは12日、7年ぶりに利上げを決断。英中銀も10年ぶりの金融引き締め（3面きょうのことば）を視野に入れ、欧州中央銀行（ECB）やスウェーデン中銀も「緩和方向」の政策方針を中立に戻した。「超低金利時代」が続いた金融政策は大きな転換点に差し掛かり、正常化へ向けて試練の時期を迎えている。

「各国中銀が密約」

6月末、ポルトガル。大西洋を望む有数の保養地シントラに、ECBのドラギ総裁やイングランド銀行のカーニー総裁ら中銀首脳が続々と集った。表向きはECBの関連会合だが、市場では「各国中銀が引き締めへ転じる前提で協調に向けた密約を結んだ」とささやかれる。



その会合の直前、イエレンF R B議長は量的緩和で膨らんだ保有資産の圧縮を9月にも決めると示唆。英中銀のカーニー氏は直前まで利上げを否定していたにもかかわらず、シントラで「数カ月内の金融引き締め」と突如言及した。カナダ中銀のポロズ総裁も同地で利上げを宣言し、その通りに7月12日に6年10カ月ぶりの利上げを決断。カナダドルはその後、4%上昇し約1年ぶりの高値を付けた。

「密約」がいるのは資産価格の過熱を止めて緩和を軟着陸させるにはある程度、各国通貨が足並みをそろえる必要があるからだ。一部の国が引き締めれば通貨高に見舞われ負のインパクトが集中する。

日米欧に中国も加えた4中銀がリーマン危機後、市場に供給した「ベースマネー」と呼ばれる資金量は10兆ドル(1130兆円)超に上る。新興・資源国の資金需要は旺盛で、ベースマネーがさらに貸し出しなどに回って乗数的に膨らむ通貨量(マネーサプライ)は世界でじつに40兆ドルも増えた。危機前の06年に約50兆ドルだった世界のマネーサプライは14年に約1・8倍の90兆ドルに達した。

世界の通貨量は戦後、国内総生産(GDP)と釣り合うかたちで伸びてきたが、リーマン危機後はGDPからかけ離れて通貨量が急増した。金利押し下げやデフレ回避などのため各国中銀が巨額の緩和マネーを市場に供給したためだ。仮に通貨量が世界のGDP並みに縮小すれば、経済や市場には15兆ドルに上る負の引き締めインパクトが及ぶ。各国中銀の動きをみた外為トレーダーは「いよいよ世界同時引き締めが始まる」と身構える。

米欧が金融政策を転換するのは、過剰なマネーの供給で不動産などの資産価格が跳ね上がるリスクが高まっているからだ。超低金利状態をつくって金融機関や企業をよりリスクの高い投融資に誘導した結果、カナダでは都市部の住宅価格が金融危機前の2倍に上昇。米国でも商業不動産価格は危機前の1・3倍に跳ね上がり、中国・上海の住宅価格は平均年収の20倍と、バブル期の東京を上回る水準だ。

バブルの芽を退治するため性急な引き締めに向けば、各国の不動産市場や新興国にしみだした膨大なマネーが米欧などに還流し、市場が混乱する恐れがある。

通貨当局者がとくにリスクを感じるのは中国だ。07年末に5・5兆ドルにすぎなかったマネーサプライが23兆ドルにまで膨張。民間債務はGDPのおよそ2倍と、日本のバブル末期の水準にまで高まった。国際通貨基金(IMF)は中国の過大債務を「世界の下振れリスク」と不安視する。

未曾有のマネー供給にもかかわらず各国の消費者物価の伸びは鈍く、出口の手綱さばきを誤れば物価の腰を折る懸念がある。米国は1~6月期の新車販売は8年ぶりの前年割れに転落。利上げ後の自動車ローンの貸し渋りが追い打ちをかけた。「金融緩和の本質は結局、需要の先食いではない」と中銀首脳OBの一人は語る。景気をかろうじて浮揚させてきた緩和マネーの縮小は大きなリスクと裏腹だ。

日銀の動き鈍く

一方の日銀。バランスシートは07年末の111兆円から足元では500兆円を超すまでに拡張したが物価上昇率は0%台だ。1970年代以降、世界の利上げサイクルは米欧が先行し、最後発で日本が動くパターンが定着した。もっとも9年越しに及ぶ米景気拡大の寿命もせいぜい1~2年との見方が多く「米は早ければ来年半ば、景気後退局面入りする」(中銀関係者)。周回遅れの日銀にとって脱・金融緩和シナリオは「白紙」のままだ。