

資産バブル抑制へ中銀の「君子豹変」

英米欧の中銀、バブル抑制の金融「正常化」利上げ

2017/7/12

量的緩和（QE）「出口」を果敢に進める米 FRB に触発されて欧州中銀（ECB）、英中銀（BOE）、カナダ中銀等が一斉に利上げ方向に舵を切った。フロー（物価）よりアセット（資産価格）バブル抑制重視の金融政策への「君子豹変」に BIS（国際決済銀行）の影響を読む向きが少なくない。もっとも欧米中銀の一斉「出口」から日銀だけが取り残され「安倍 1 強体制」が揺らぐ中で「日本円 1 弱体制」は日本経済及び日本株には朗報となろう。

金利上昇に伴い具現化する「金融リスク」

「潮の流れが止まって初めて、誰が裸で泳いでいたのか分かる」一。著名投資家ウォーレン・バフェット氏の投資格言がある。

つまり、金利上昇に伴い「金融リスク」は具体化するという意味だ。だが、FRB の金融「正常化」利上げ一つとっても楽観論が支配する。金融システムは 2007 年より格段に上手く規制され、自己資本が充実、必要に応じて金融安定化が可能とされるからだ。

むしろ、割高な株式が下落しても、それ自体が信用システムの危機を引き起こすことはない。だが、金融引締め別の危険は、総需要が再び低迷することだ。それはすでに中国人民銀行が実証済みだ。人民銀行の優先課題は、人民元安の阻止と不動産バブル膨張阻止だった。

だが、すでに人民銀行の金融引締め政策と窓口指導、審査の厳格化により 3 月以降、売買量は前年比 3-5 割減少した。

しかし、すでに金融引き締めにより中国景気が 17 年 4-6 月期から再び減速し始めた。財政出動によるインフラ投資と製造業への波及効果で上半期は堅調だったが、下半期は金融引き締めの影響で不動産バブルの圧力は弱まったが、景気下押し圧力が強まると警戒されつつある。

中国経済は 17 年通年で 6.6%と政府目標（6.5%）は達成するが下半期は減速傾向が鮮明になると警戒される。中国減速の影響は当然、米国経済に返り血となって跳ね返る。

一方、欧州出張から帰国した国際金融筋が、「ドイツのフランクフルトの不動産価格はこの 2 年間にほぼ 4 倍近くに急騰した」と打ち明ける。米調査会社グリーンストリート・アドバイザーズ算出の商業用不動産価格は 09 年半ばに付けた金融危機後の最低水準からすでに 3 倍以上に上昇した。

BIS の統計によれば、「2016 年には世界 20 ヶ国の非金融業界の全債務が GDP 比 220%となり、2007

年の水準を約 40%上回った」（英 FT 紙）。

米家計負債は 15 兆ドルを超え、サブプライム自動車ローンは 1.2 兆ドル、学生ローンは 1.3 兆ドルと未曾有の規模に膨れ上がった。しかも、「サブプライム自動車ローン ABS（資産担保証券）で信用力が著しく低い『ディープサブプライム』ローン比率がかつての 5%水準から 30%超へと増加している」（在 NY 金融筋）。

なお、米 FRB は商業用不動産の値上がりについて今年 2 月、議長の議会証言に合わせて議会に提出した「金融政策報告書」で、「不動産価格が上昇を続け、資本収益率は歴史的な低水準に低下する中、過去 1 年で懸念が増大している分野である商業用不動産の評価額は一段と上昇」と指摘、「懸念が増している」と警鐘を鳴らした。

FRB が半期に 1 度の報告書で商業用不動産に警鐘を鳴らすのは 2 月が初めてではない。すでに、2015 年 2 月から 5 期連続で警鐘を鳴らし続けている。

リーマンショックの未曾有の危機に世界の中銀は前人未踏の量的緩和（QE）で対応した。その未曾有の過剰流動性があちこちで資産バブルを発生させている。

そうした折、世界の中銀総裁が 6 月 23 日からルツェルンでの国際決済銀行（BIS）年次コンファレンス、バーゼルでの BIS 総裁会議と年次総会に蟄集した。

ほどなくして ECB ドラギ総裁や英中銀カーニー総裁、カナダ中銀総裁などが一斉にタカ派発言を繰り出し、金融「正常化」利上げに舵を切った。

かかる「君子豹変」の背景に、「BIS 年次総会等でのフロー（物価）よりアセット（資産）重視へ QE 後始末の優先論議」（同国際金融筋）が透けて見える。

揺らぐ「安倍 1 強」際立つ「日本円 1 弱体制」

一方、英 FT 紙の看板コラムニストのマーチン・ウルフ氏は同紙（7 月 5 日付）電子版『Risks remain amid the global recovery』（世界的な景気回復にもリスクは残る）と題し、「BIS は時計の針が止まった国際経済機関であり、金融と財政の引き締めをそれが合理的か否かに関わらず主張してきた。BIS が過去、如何に間違ってきたかを想起するのは価値あることだ」と喝破した。

実際、危機後のダメージが未だ大きかった 2010 年 6 月、BIS はすでに「強力な政策をいつ、どのようにして段階的に解除するか問うべき時期がきている」と主張した。むしろ、そうではなかった。回復

を加速させるべく積極的に活動し、危機の長期的なダメージを抑えるべき時であった。

当時必要だったのは、金融緩和・財政刺激の手仕舞いでなく、強化であった。足取りの弱い回復はかなりの部分、そうした過ちの結果である。

「明白なリスクは、金融引き締めペースが米国でも、ましてやユーロ圏でも早急すぎることである」(FT 紙)。インフレ圧力は顕著に沈静化し、心配性の BIS でさえインフレの復活は大きなリスクでないと同意している。

問題は、国際的な協調が崩れ世界経済が不安定な環境にあることだ。BIS が指摘する通り、「公式な統計的証拠、一般的な観察、平易な論理からするとグローバル化が世界の成長を支え、生活水準を向上させている主な要因である」(FT 紙) ことは疑いない。

だが、グローバル化という疑う余地のない進展は、不均衡の拡大、中程度スキル水準に集中する雇用喪失、高所得国の製造業における急速な雇用減少と同時進行し、ひいては米国で顕著な保護主義に繋がっている。

危機後の経済不安から迅速に立ち直るため、財政刺激・金融緩和政策を積極的に利用してきたが、今や経済が回復するにつれ、世界経済は新たな課題に直面しているのだ。

言うまでもなく、「米国第一」を掲げるトランプ政権、独仏「蜜月」の大陸欧州、そして世界第 2 位の経済大国である中国との対立の芽だ。

一方、物価の低迷より資産バブル抑制を重視する欧米中の中銀の中で異次元緩和に突き進む日銀の存在が際立ちつつある。それは「安倍 1 強体制」が揺らぐ中で皮肉にも「日本円 1 弱体制」の盤石化に他ならない。

実際、米株安のリスクオフ地合いにもドル円はもちろん特にユーロ円、ポンド円、カナダドル円などクロス円で円安が進んでいる。何より、「日本円 1 弱体制」は日本経済が依然としてフローもアセットも低迷している点にある。

日銀は 7 月 19-20 日の政策決定会合で、「4 月に 2017 年度+1.4%、18 年度+1.7%と予想した物価見通しをそれぞれ下方修正せざるを得ない」(ある政府筋) という。

すでに、民間予想は 1.0%を下回っており、当然、「18 年度ごろ」としてきた目標達成時期にも下方修正の影響が及ぶ。物価の低迷は 6 月 30 日発表された 5 月 CPI (消費者物価指数) でも明々白々となった。日銀が重視するコア CPI (生鮮食品・エネルギー除く) 上昇率は前年比 0.0%と目標の 2%には遠く及ばず、デフレ回帰を想起させる低迷だ。

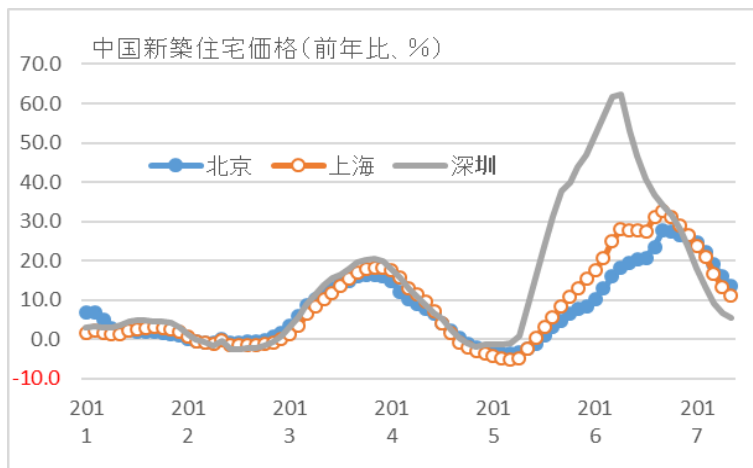
景気が減速して需給ギャップが拡大している訳では毛頭なく、原油価格の下落と円高傾向という外部環境に拠る所が大きい。むろん、景気の足取りは堅調裡に推移しており設備投資や個人消費など内需も底堅い。であるにも拘わらず、肝心の物価が一向に上向かない。

さらに、衝撃的な数字が、前年同月比-0.2%と再びマイナスに陥った 6 月東京都区部 CPI 上昇率だった。東京都 CPI は全国 CPI 指数より 1 ヶ月早く公表されるから全国 CPI の先行指標とされる。つまり、7 月末発表される 6 月全国 CPI 伸びが再びゼロからマイナス圏に陥落する可能性が示唆されたのだ。

もっとも欧米中銀の一斉「出口」から日銀だけが取り残され「安倍 1 強体制」が揺らぐ中で「日本円 1 弱体制」は日本経済及び日本株には朗報である。



出所 グリーン・ストリート・アドバイザーズ



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。