

ドル流動性圧迫と「危うい」米債市場

ポピュリズム・スパイラル、G7 分裂に米中貿易戦争

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/6/20

米 6 月 FOMC は短期的には金融「正常化」利上げを続ける（残り 2 回）も中期的には打ち止め睨みの二律相半するハト派ニュアンスを醸し米長期金利が低下、長短金利差「フラットニング」が進んだ。ECB は反ユーロのポピュリズム新政権のルール破りを懸念して QE 年内終了の一方で 19 年夏まで金利据え置きを決めた。ポピュリズムによる政治・社会の揺らぎが国際社会に波及し、世界経済の先行き不透明感が世界最大ヘッジファンドを「弱気」に傾けつつある。

世界最大ヘッジファンド「株式強気」転換

「中銀総裁は通常、金融ショックが迫っているリスクについて、これほど単刀直入には警告しない。ましてや、他国のことに関し、物議を醸すような財政問題について大声で叫ばない」（英 FT 紙「Watch the Fed's balance sheet, not interest rates（注視すべきは金利でなくバランスシート）」）。

インド中銀ウルジットパテル総裁は英 FT 紙への寄稿で、「FRB のバランスシート縮小が現在の新興国市場の混乱に静かに影響しており、状況はすぐにさらに悪化する」と警告した。

とりわけ、パテル総裁はトランプ減税が米国の財政赤字を予想外に拡大させ、計画よりも米国債の発行が増えることを懸念している。実際、今後 2 年間で 2.34 兆ドル程度の米国債が発行される。グローバル投資家は米国債を買うのにドルが必要だが、FRB のバランスシート縮小はシステムからドルを吸い上げる。縮小規模は現在、月 200 億ドルのペースだが、来年は 500 億ドルとなり、2019 年 12 月までの累計は 1 兆ドルである。

「それがドルの流動性を圧迫し、米債券市場の危機が不可避となって世界の景気回復が突然停止する事態を恐れ、パテル総裁は FRB が縮小規模の減速へ方針を変えることを望んでいる」（同 FT 紙）。

昨秋、米 FRB は 4 兆ドルに膨らんだバランスシートの縮小を開始、投資家の一部はショックに備えたが、大きなショックは起きず、市場はテーパリング自体を忘れ去っているようだ。しかも、FRB への関心は今年の利上げが 3 回なのか、4 回なるのかに集中している。

だが、パテル総裁が抱く懸念を共有する他の中銀幹部や政府高官は少なくない。ここ数週間、トランプ減税の財政への影響が明白となり、多くの国際会議で内々に懸念が交わされている。

果たして米 FRB はこうした懸念に「聞く耳」を持っているのだろうか。パウエル議長は 5 月、IMF（国

際通貨基金）とスイス国立銀行の共済セミナーで、「統合度が高い金融市場の世界では、国境を越えた政策の波及的提供は考えられるが、過去 10 年のデータはグローバル市場に対する米金融政策の役割が『しばしば誇張されている』ことを示唆している」（英 FT 紙）と述べた。

その証拠として同議長は、2011 年の FRB 金融緩和の際には新興国市場への資金流入が弱まった半面、2013 年の引き締め時には増加したことを挙げた。むしろ、理論的には米国の金融引き締めは新興国市場からの資金流出を招く。

つまり、パウエル議長は、「新興国市場への資金流入急増での米国の役割は限定的」と結論付けた。これは新興国市場が混乱し FRB に方針修正を求めても FRB は応じない証左に他ならない。

もっとも、米 FRB（12-13 日）は 6 月 FOMC 声明で、短期的には金融「正常化」利上げを続ける（残り 2 回）が、中期的には停止するとの「二律相半する」ハト派ニュアンスを醸し、米長期金利が低下し長短金利差が「フラットニング」した。これは新興国以前の問題として米経済自身が減速の予兆を示しつつある証左とされる。

「株式市場を押し上げてきた大きな要因はその終わりを迎えつつある。ほぼ全ての金融資産について弱気に見ている。特に、2019 年は危険な節目に向かう」（ビジネスインサイダー・ジャパン（6 月 7 日）電子版）。

この 6 月初、世界最大のヘッジファンド「ブリッジウォーター・アソシエーツ」が顧客向けレターでこう不安視する。すでに、米国株は 2009 年 3 月底入れ反発以降、調整らしい調整がないまま丸 9 年もの長き「強気相場」が続いている。ブリッジウォーター率いるレイ・ダリオ総帥は「決定的なマーケットドライバーは 10 時を示している」とし、「もし針が 12 時を差せば、流動性は本格的に締め付けられ、動向は非常に厳しいものになるだろう」と語る。その上で同氏は「今年の相場がさらにバブルに走れば 2019 年は『巨大なボラティリティ・ジャンプ』の年になるかもしれない」と不安視する。

ECB 決定に影響及ぼした伊ポピュリズム新政権

「もう遅すぎるかもしれない。ポピュリズムのスパイラルは、不満を抱く有権者—無責任な約束と悪い結果—さらに不満を抱く有権者—さらに無責任な約束—さらに悪い結果—である。ストーリーはこれで終わりではない。始まったばかりかもしれない。『五つ星運動』と『同盟』の共通のプログラムは、

EU 及びユーロ圏との摩擦を引き起こす内容を含んでいる」(英 FT 紙(5 月 22 日)電子版「Italy's new rulers could shake the euro(ユーロを揺るがすイタリア新政権)」)ー。

ECB(欧州中銀)は 14 日の理事会で、1) 量的緩和を今年 9 月以降月間 150 億ユーロに縮小、年内に終了する一方、2)、政策金利は少なくとも 2019 年夏まで据え置きーを決めた。

この相矛盾した決定は、FRB の短期利上げ、中期打ち止めと似ている。しかも、ECB は「保有債券の償還元本は必要な限り再投資する」とハト派姿勢を鮮明にした。ユーロは周章狼狽の売りにさらされ、翌 15 日東京市場でユーロ/ドルは 1.1542 ドル近辺へと急落、ユーロ/円は 127.70 円近辺へと同じくつるべ落しとなった。

ECB は 2018 年インフレ率予測を従来の 1.4% から 1.7% に引き上げ、2019 年予測も従来の 1.4% から 1.7% に引き上げながら何故、超低金利の「19 年夏まで据え置きー」を決めたのか。

ドラギ総裁の母国のポピュリズム新政権の誕生と無関係ではない。何より、イタリア経済はギリシャの 10 倍の経済規模を誇るが 2.3 兆ユーロの公的債務はギリシャの 7 倍に及ぶ。ユーロ圏最大、世界で 4 番目の多重債務国イタリアの新政権が債務危機の引き金を引くかどうか、もし引いたとしても「大き過ぎて潰せない」ことは明々白々。

だが、多くのイタリア人は EU から半分切り離されていると感じている。彼らはまたエスタブリッシュメントを軽蔑している。これが、知性でちぐはぐな左派と右派のポピュリストの政権が力を得た理由だ。

ポピュリズム新政権がルールを破れば、欧州中銀(ECB)が新政権を助けることなく「金融不安がイタリアを従わせる」という考え方が今回の ECB 理事会で否定された。

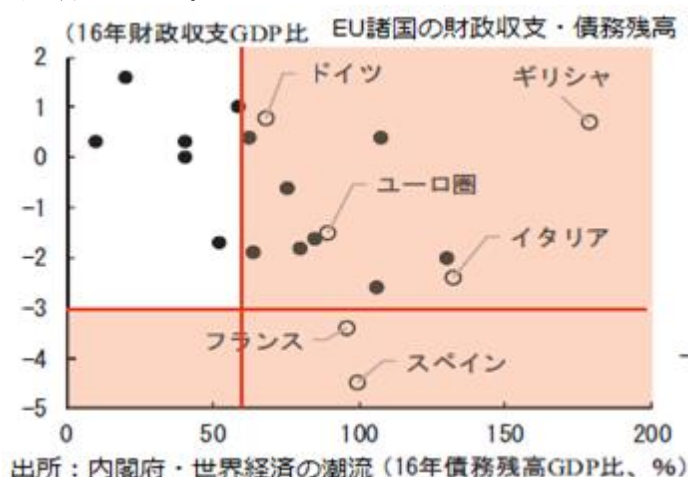
「2017 年末時点でイタリア国債の 36% (6860 億ユーロ) を非居住者が保有し、2018 年 3 月時点でイタリア中銀は決済システム『ターゲット 2』でパートナー(特にドイツ連銀)に 4430 億ユーロを負っている」(同 FT 紙)ー。かかる欧州中銀制度における債務国と債権国のポジションは 2012 年の危機時の規模を上回っている。

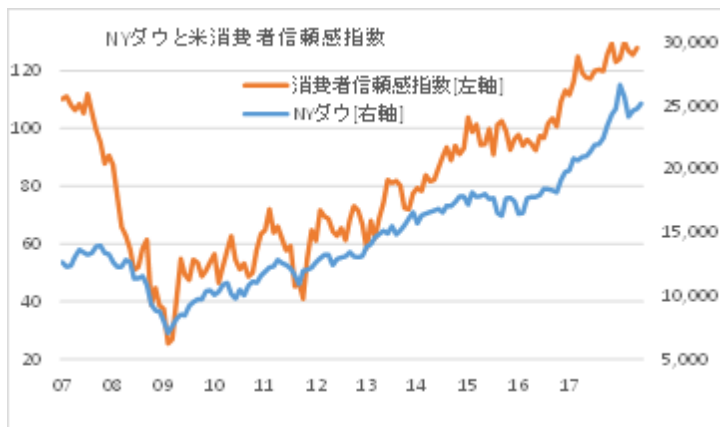
15 日の香港株式市場はトランプ政権による中国知的財産侵害への制裁関税による米中「貿易摩擦」激化への警戒感に加え、中国景気の停滞懸念の根強さが嫌気されて金融株やインフラ関連株中心に売り優勢となった。

米経済や新興国、欧州経済だけでなく世界第 2 位の中国経済にも先行き不透明感が強まっている。折しも、国際通貨基金(IMF)は 14 日、米国の中期経済見通しを公表、2020 年以降に実質成長率が大きく減速するとの予測を示した。大型減税と歳出拡大で 18 年の成長率は 2.9% まで高まるが、その後は効果が薄れて 23 年には 1.4% まで低下すると分析。

あるヘッジ F 幹部は「ポピュリズムによる G7 サミットの形骸化や米中『貿易戦争』、イタリア新政権の反ユーロ姿勢など西側の分裂が、1987 年ブラックマンデーを誘発した米独『金利戦争』を想起させる」と不安視する。

1987 年ブラックマンデー前夜、ルーブル合意の下で各国は金融政策の協調に励んでいたが、インフレ闘士のドイツ連銀が掟破りの金利引き上げに踏み切り、米国がドイツ批判を展開し米独「金利戦争」が株価暴落を招いた。「不公平」といって貿易黒字国を批判するトランプ大統領に対し、G7 首脳会議(サミット)は米国抜き G6 にすることも辞しないとマクロン仏大統領が脅しをかける。こうしたポピュリズムによる政治・社会システム基盤の揺らぎが、国際社会に波及し始めている。





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。