

流動性危機と信用収縮に FRB の先手

7ヶ月に及んだ 1918 年「スペイン風邪」リセッション

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/3/18

イスラエル歴史学者ユバアル・ノア・ハラリ著『ホモ・デウス』によれば、人類にとって主要な脅威は「疫病と戦争と飢餓」の3つであり、新型コロナウイルスが 1918 年「スペイン風邪」から「100 年に一度のパンデミック」のブラックスワンとなって米国株「ミンスキー・モーメント」を促しつつあるが、流動性危機と信用収縮を阻止すべく米 FRB ゼロ金利と QE4 が「epidemic curve」フラット化とワクチン開発までの時間を買ひ、いずれ株価底入れを促しそうだ。

「ミンスキー・モーメント」に備える米 FRB

ある国際金融筋は「米 FRB による緊急利下げと QE4（量的緩和 4 弾）はミンスキー・モーメント前提とした流動性危機の未然防止、資産バブル崩壊による深刻な負債デフレ陥落を阻止すべく前倒しされた危機対応と理解すべき」と解説する。

一般的に「ミンスキー・モーメント」とは米経済学者ハイマン・ミンスキー氏の名前に因んだもので、投資家が保有する投機的でないポジションさえも債務支払いで売却の必要に迫られ、価格下落スパイラルと深刻な貨幣需要が生じる瞬間をいう。

つまり、投資家が過剰な投機で生じた債務スパイラルにより、深刻なキャッシュフロー問題を抱えるポイントであり、長い繁栄と借金による投機を促す投資価値の増大の後にやって来るとされる。

今回の米国株の急落は、バブル的な信用（債務）膨張に支えられた経済で長く隠れたリスクが突然、新型コロナウイルスのパンデミックにより「ブラックスワン」が顕在化、慌てふためいた投資家による資産「投げ売り」が株価暴落を誘発している可能性がある。

ハイマン・ミンスキー氏の「金融不安定性仮説」は、金融危機を論じる上で欠くことのできない理論（仮説）であり、資本主義経済が内生的な運動として流動性危機を惹起し、深刻な負債デフレ陥落を示唆、これが 7-10 年毎に暴落を繰り返す株価の相場サイクルと呼応している。

同理論においてミンスキー氏は、金融契約を「ヘッジ金融（キャッシュフローで債務支払いが元利分とも可能な状態）」、「投機的金融（元本返済は不可だが金利分は支払える状態）」、「ポンツィ金融（通常のキャッシュフローでは金利分すら支払えない状態）」の3形態に分類し、景気が拡張していく中で肯定的な信用履歴が積み上げられ、貸し手が問題ある金融契約を受容し、それが限界まで達すると、各経済主体のバランスシートに占める投機的金融やポンツィ

金融の比率が増大、金融構造が脆弱化し遂には金融危機が生じるとされる。

なお、世界金融危機リーマンショックは米住宅金融バブル崩壊の「ミンスキー・クライシス」として論じられ、どのカウンターパーティーも値を付けられず各種資産の「投げ売り」により資産価格が暴落、流動性危機、債務者破綻による不良債権急増による信用収縮と失業者増大のバブル崩壊を招いた。

今回の FRB の緊急利下げと QE4（量的緩和 4 弾）は、流動性危機を未然に封じ、信用収縮によるバブル崩壊を阻止すべく前倒し危機対応と理解すべきであり、「epidemic curve」（感染カーブ）のフラット化とワクチン開発までの時間を買う所作に他ならない。

事実、米 FRB は 15 日（日本時間 16 日早朝）の緊急 FOMC での 1.0% の大幅追加利下げによるゼロ金利と量的緩和再開の狙いは、1) 「ゼロ金利」で経済活動と強い労働市場、物価 2% 回帰を促す、2) 今後数ヶ月間で米国債 5000 億ドル及び住宅ローン担保証券（MBS）2000 億ドル購入等 QE4 による流動性供給、3) 家計や企業の信用支援と他の中銀とのドル資金スワップ（通貨交換）拡充による信用補完一等とされる。

とくに、金融機関への潤沢なドル供給による企業の資金調達の見送り回避、米社債市場の流動性低下など金融システム不安阻止等に効果がある。すでに、欧州中銀（ECB）は 12 日に銀行への資金供給拡大と 1200 億ユーロの資産購入を決定、米 FRB の緊急利下げに呼応すべくニュージーランド中銀が 16 日に利下げを決定、日銀は 16 日の臨時決定会合で ETF（上場投信）購入額を 12 兆円に倍増した。世界の中銀の金融緩和と共に JP モルガンチェースなど米大手銀行は企業資金繰り支援で今年 4-6 月期の自社株買いを停止、銀行の一時的な規制緩和により低格付け企業の資金繰り懸念が和らぐ可能性がある。なお、信用緩和である日銀 ETF 買い 12 兆円への倍増は株式市場を歪め、企業のガバナンス機能低下、長期化すれば潜在成長率の悪化に繋がるため「基本は 6 兆円」としてワクチン開発や感染症「収束」までのヘッジ対応に留めた。

スペイン風邪以来「100 年に一度のパンデミック」

「100 年に一度のパンデミック」――。マイクロソフト創業者のビルゲイツ氏がこう曰く。米国株は「100 年に一度の金融危機」リーマンショックを克服し 09 年 3 月 9 日底入れ以降 11 年に及ぶ「強気相場」を続けたが、皮肉にも今度は新型コロナウイルス

ス感染拡大が 1918 年「スペイン風邪」以来の「100 年に一度のパンデミック」の「ブラックスワン」に直撃された。

ある中国通の政府筋が、「SARS に限らず、中国を発現地とする疫病拡大には例えば、1918 年秋に全世界で猛威を振ったインフルエンザ『スペイン風邪』があり、当時の感染者は地球人口の 20-40% に及び、感染からわずか 4 ヶ月で死者 2000 万人、死亡率 2.5% の惨状に至った。日本でも 2000 万人以上が感染し、死者は約 40 万人に上った」と回顧する。

「スペイン風邪」はその名称からスペインが発生源と誤解する人が多いが、実は、中国が発生源であり、1917 年に中国南方で発生し船便を通じて世界各国へ拡散した。

何しろ、中国に医療衛生制度が確立されたのは 20 世紀に入ってからだ。中国から世界へのペスト拡散を危惧した列強からの強い要請で「義和団の乱」後の 1902 年に天津に衛生総局が設立された。

スペイン風邪だけでなく、インフルエンザ系ウイルスによる中国を発現地とする疫病拡大の歴史は枚挙に暇がない。1880 年に広東で発現したコレラは、翌 81 年に北京で大流行、感染経路が広東を発源地とする 03 年 SARS 流行と酷似したことは記憶に新しい。

なお、「地球上の人類の 20-40% が感染した疫病「スペイン風邪」による景気後退（リセッション）は 7 ヶ月に及んだ」（外資系証券幹部）。

「リーマン・ブラザーズの破綻後に十分な財政出動を行わなかった失敗を繰り返さないため、新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）に際してはより積極的な行動が求められている」（ブルームバーグ 3 月 13 日『Summers Says U.S. Economy Now Confronts 'Japanification'（サマーズ氏、米経済の「日本化」に警鐘）』）。元財務長官でハーバード大学ローレンス・サマーズ名誉教授はブルームバーグ TV とのインタビューで、「我々は本質的に日本と同じ状況にあり、日本の経験が物語るようにそこから抜け出すのは極めて困難であり、欧州の例からもそれが益々読み取れる」と述べ、「米経済には財政出動を半年も待つ余裕はなく、より大胆で実験的なアプローチ、一段と積極的な財政政策が必要」と金融緩和「限界論」を喝破した。

確かに、米 FRB のゼロ金利への緊急利下げの大盤振る舞いに株式市場は素直に好感するより「よほど悪いニュースを当局は隠しているのではないか」との疑心暗鬼、ゼロ金利による緩和余地限界への失望感や実体経済の悪さを警戒した売りに押され、時間外取引で米ダウ平均先物は 1041 ドル安の急落を余儀なくされた。

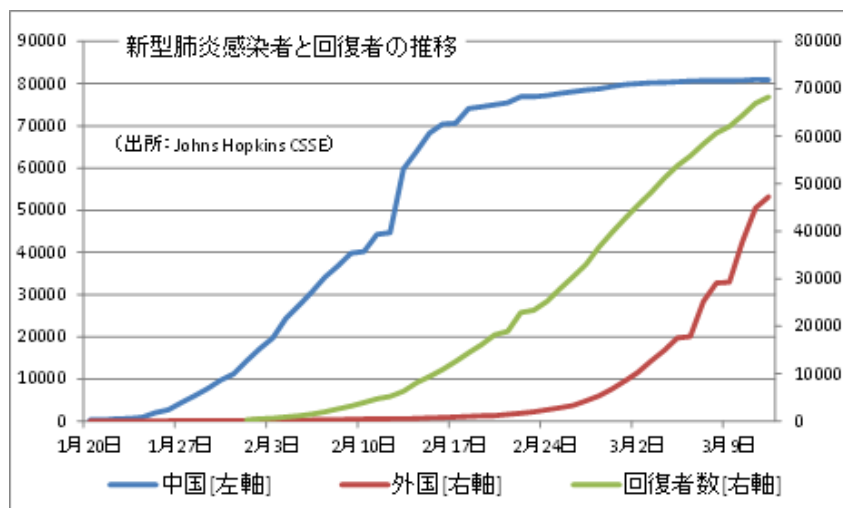
だが、トランプ大統領は 13 日に国家非常事態を宣言し、最大 500 億ドル（約 5 兆円超）を投じてウイルス検査などを拡充、欧州各国は医療体制強化や企業資金繰り支援など新型コロナウイルスの感染拡大による社会混乱や景気失速を防ぐべく欧米諸国が緊急対策に乗り出した。

特に、米政権は非常事態宣言により、新たに中小企業の支援に 70 億ドルのローン提供、戦略石油備蓄を積み増すべく大量原油を購入し、エネルギー会社を支援、個人には学生ローン利息支払いを免除等に傾斜、14 日には議会下院が野党・民主党の経済支援策を可決、新型コロナ無償検査、有給病気休暇、失業保険拡充、低所得者向け食糧支援等を盛り込んだ。

1.7 万人超と中国に次いで感染者が拡大したイタリア政府は、最大 250 億ユーロ（約 3 兆円）の経済支援策を用意、売り上げが大幅減少した企業の支援、医療体制の拡充などに充てる。スペインの感染者は 5000 人を超え、サンチェス首相は 13 日に非常事態を宣言、政府が強制力を持って人の往来を制限し一定物資を管理下に置く。

ドイツ政府は 13 日、新型コロナウイルスの感染拡大の影響を受けた企業の資金繰りを支援すべく総額に上限なき無制限の信用供与を実施すると発表、メルケル首相は「必要なことは何でもやるつもり」と財政出動を示唆した。つまり、閉鎖・隔離「非薬事介入」による 4-6 月期の経済ショックは免れないが、世界各国が財政出動に動き出せば株価の底入れが期待される。

「皆が恐怖に怯えている時に買い、陶醉状態の時に恐怖を覚えて売ればいい」――。パークシャ・ハザウェイ率いる著名投資家ウォーレン・バフェットは現金 14 兆円を携えてミンスキー・モーメントによる株価崩落局面で手ぐすねを引いて買い場を模索していよう。



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。