

Market Insights

グローバル・マーケット・ストラテジスト
重見 吉徳

要旨

- 金融緩和についても財政出動についても、政策当局者の理性もあり、①持続が困難な状況に近づきつつあるか、②その大義が失われつつある
- そうした中での最大のリスクは、低成長・低インフレが長引いたり、中央銀行が債券買い入れ等のコミットメント(確約)を実際に反故にしたりすることよりもむしろ、金融市場が政策の「限界」を織り込み始めることである

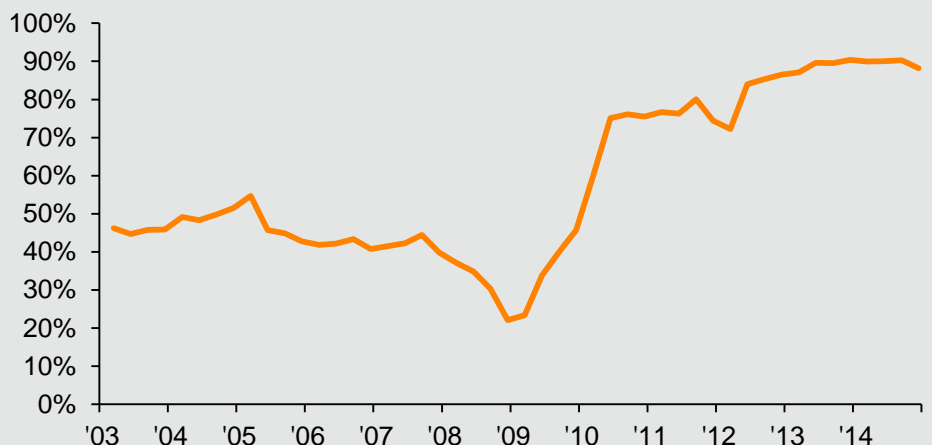
スイス中銀の無制限介入停止はセントラル・バンカーの理性
スイス中銀は先月15日に、1ユーロ=1.2フランの下限を撤廃し、2011年9月以来続けてきた無制限介入を停止しました。これは過去に何度も見られたように、

- 中央銀行によるコミットメント(確約)は突然反故にされる可能性があること
- その際には金融市場が大きな変動に見舞われること

を改めて知らしめた出来事でした。同様の事象は日本やユーロ圏でも生じる可能性があり、2015年の不確実性の1つと考えています。

スイス中銀の総資産に占める外貨建て資産の割合は、2010年に欧州債務危機がぼつ発する以前には50%を下回っていましたが、直近時点では約90%に上り、増加した外貨資産の大部分はユーロ建てと見られます。また、総資産のGDP比率は80%を超え、『異次元緩和』の日銀(同約57%)を上回ります。

図1: スイス中銀の総資産に占める外貨建て資産の割合
データ期間: 2003年3月から2014年12月まで



出所: スイス国立銀行、Bloomberg, J.P.Morgan Asset Management

2015年の不確実性② 経済政策の持続可能性 突然の反故に注意

実際のところ、スイス中銀は無制限にユーロ買い・フラン売りを続けることで、ユーロの下限を維持することもできました。その場合、同銀が保有するユーロ建て資産は（フラン建てでは）毀損しません。しかし実際には、同銀は、ECB（欧州中央銀行）による量的緩和実施観測の高まりやギリシャ問題の再燃によって市場からのユーロ売り・フラン買いの圧力がさらに強まると想像される中、無制限に介入を続けることは不可能と判断しました。同銀のヨルダン総裁は、1ユーロ=1.2フランの下限維持について、「我々は、それは持続可能な政策ではないとの結論に達した」と述べています。

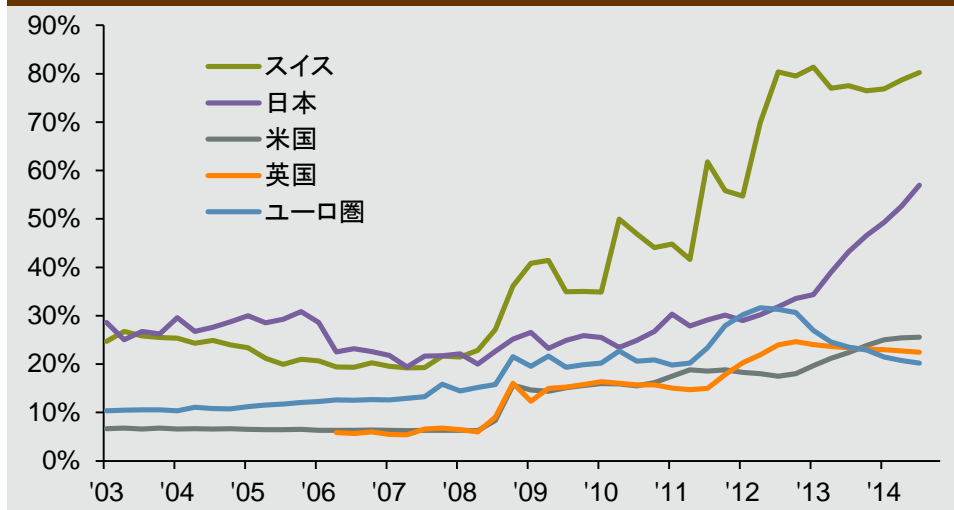
おそらくはさらなる介入によって、①中央銀行の保有資産が単一の外貨資産に異常に偏り、かつ②総資産の規模が異常に拡大することで、自らが発行する貨幣への信頼が毀損することを恐れたためと見られます。

これを逆手に取って介入を続ければ、同様の類推から貨幣価値の毀損が懸念され、市場のフラン買いは収まっていたかもしれません。一方で、「金融政策当局は、そうした形での通貨高抑制もしくは通貨安を狙っているのではない」との考え方もあるでしょう。

実際には、日米欧の量的緩和政策も貨幣の発行を増やしてインフレや通貨安を目指す点では本質的には変わりません。①「貨幣の価値を守る」というセントラルバンカーの本分が自己矛盾的にコミットメント（確約）を反故にしたか、②自己矛盾を抱える政策にコミットし続けることは間違っていると判断したかのどちらかと思われます。

ここで考えるべきは日欧の現行の金融緩和は持続可能なのかという点です。

図2: 主要國中銀の総資産・GDP比率
データ期間: 2003年3月から2014年9月まで



出所: 米連邦準備理事会、欧州中央銀行、イングランド銀行、日本銀行、スイス国立銀行、米経済分析局、欧州統計局、英国立統計局、内閣府、スイス経済省、Bloomberg、J.P.Morgan Asset Management

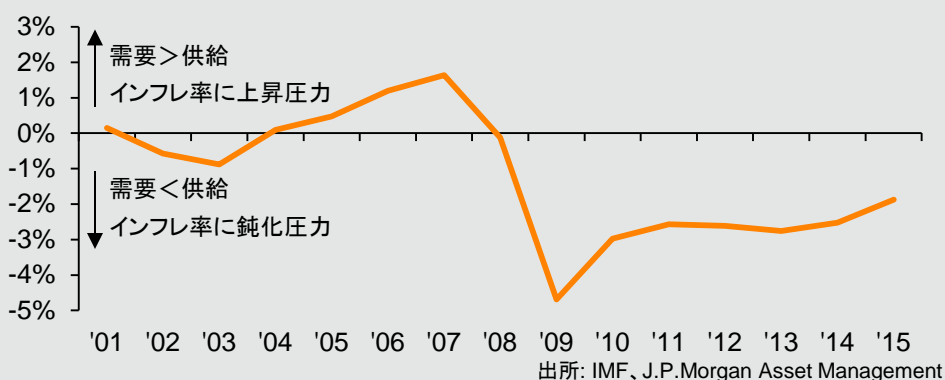
日欧のデフレ脱却や量的緩和を困難にする財政当局の理性

日米欧の主要国は、世界金融危機と欧州債務危機を経て、財政健全化に舵を切りました。それぞれ米国では『財政の崖』、欧州では『財政緊縮』、日本では『消費増税』がキーワードになりました。実際に、財政赤字のGDP比率を見ると、米国は2014年に2.8%（ピークは2009年の9.8%）、ユーロ圏は同2.9%（同2008年の6.3%）にそれぞれ低下し、日本は2015年度の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の赤字・GDP比率を2010年度比半減にする目標を達成できそうです。したがって、日米欧いずれをとっても、政府が使うお金が減っているか、民間から吸い上げるお金が増えています（景気の良さもあります）。

政府支出の抑制や増税は、民間部門の経済活動が過熱して過度なインフレや金利上昇圧力が生じるのを防ぐという意味で、必要な政策対応です。反対に、民間部門の経済活動が活発でない状況では、インフレ率や金利に下押し圧力を加えます。IMFの推計によれば、2014年時点の先進国地域のGDPギャップは約マイナス2.5%程度と、先進国は生産能力に対して需要が不足している状況です。さらには、主要国そろっての財政健全化は「合成の誤謬」を生む可能性があります（注）。つまり、個別の国にとってみれば財政健全化は適切であるとしても、すべての国が財政健全化を志向して歳出を削減したり増税したりすれば、景気は回復せず、インフレ率が鈍化する恐れがあります。

（注）合成の誤謬とは、個人や一部にとっては望ましいことが、全体では望ましくない結果をもたらすことを指します。例としてスポーツ観戦を考えると、1人が立ち上がるとその人は観戦しやすくなりますが、全員が立ち上がると、そうはなりません。

図3: 先進国地域のGDPギャップ
データ期間: 2001年から2015年まで、IMFによる推計値



こうした中、日欧の中央銀行はデフレ回避を目指し、量的緩和政策を実施しています。しかし、ゼロ金利下では金融政策が家計や企業などの民間需要を刺激する効果は極めて限定的です。そして、金融緩和のもう1つの波及経路である通貨安誘導による輸出増加についても、日欧の緩和に加え、他の先進国も相次いで利下げを行っており、合成の誤謬が生じている可能性があります。

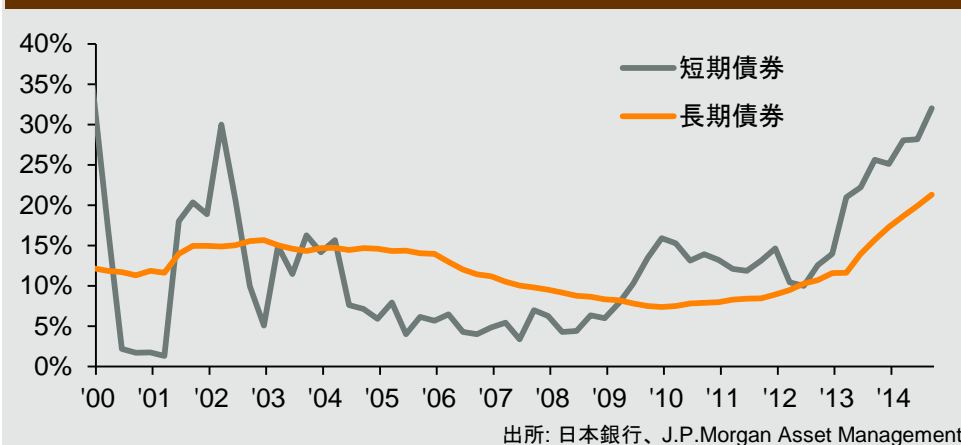
是か非かの議論は別として、財政健全化を急ぐ当局の理性によって景気の回復と、その先にあるデフレ脱却には時間を要する可能性があります。

2015年の不確実性② 経済政策の持続可能性 突然の反故に注意

もう一つ重要なこととして、日欧の中央銀行による国債の買い入れが意図通り進まない(先に述べたように、量的緩和政策が持続不可能となる)可能性があり、財政健全化がこれを後押しする可能性もあります。

日本政府は2015年度の新規国債の発行額を前年度比4兆円超減少となる36.8兆円に留める一方、日銀は毎年80兆円程度の国債を買い入れています。日銀による長期国債の保有シェアは直近時点で20%を上回る中、国債買い入れの限界が指摘されています。ECBについては、ユーロ圏の国債発行残高が直近時点で6.7兆ユーロに留まる中、少なくとも2016年9月までに(民間債券と合わせ)約1.2兆ユーロの買い入れを行うとしています。この場合、既存の保有分と合わせると、ECBの国債保有シェアは20%を超えます。

図4: 日銀の国債保有シェア(中央政府および財政融資資金が発行する債券)
データ期間: 2000年3月から2014年9月まで



やはり是か非かの議論は別として、財政健全化を志向する財政当局の理性が、中央銀行による量的緩和を技術的に困難にする可能性があります。つまり、日欧の中央銀行はインフレ目標に対するコミットメント(確約)は取り下げずとも、どこかのタイミングで、債券買い入れ金額に関するコミットメントを反故にする恐れ(買い入れ金額を下方修正するなど)があります。この場合のリスクは、スイス中銀による無制限介入の停止と同様に、金融政策当局による突然の政策変更により、金融市場が大きな変動に見舞われることです。

また、ECBによる債券買い入れについては別の問題で反故にされる恐れがあります。現在、市中銀行がECBに預けている準備預金には、マイナスの金利が付され、市中銀行にとってはECBに対する利払い負担が生じています。デフレ懸念で民間部門の資金需要が乏しい中、市中銀行にとってみると、ECBの債券買い入れに応じれば応じるほど利払い負担が増えることとなります。ECBは3月以降毎月600億ユーロの債券買い入れを目指していますが、市中銀行がコスト増を嫌って債券売却を渋れば買い入れは意図通り進みません。

経済政策も限界が意識されれば、リスク要因になり得る

このように見てくると、金融緩和についても財政出動についても、当局者の理性もあり、①持続が困難な状況に近づきつつあるか、②その大義が失われつつあるように思われます。

これは、経済政策が緩和から引き締めに変換することを意味しません。

金融市場のリスクとして考えられるのは、需給ギャップがマイナスに留まって低成長・低インフレ環境が長引いたり、中央銀行が債券買い入れ等のコミットメント(確約)を実際に反故にしたりすることよりもむしろ、金融市場が政策の「限界」を織り込み始めることです。それは、資金の流れが逆流することを意味します。特に、中央銀行のフレンドリーな(市場に好意的な)政策に対する金融市場の信頼が絶大であり、その持続性を背景にリスクテイクが進んでいる現状では、市場の動きが大きくなる恐れがあります。

個人投資家は、2015年の金融市場がそうしたリスクを含んでいることを認識し、投資先の分散を行うなどの備えを取るのが望ましいと考えます。

本資料は、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。2015年2月18日時点におけるJPモルガン・アセット・マネジメントの見直しを含んでおり、将来予告なく変更されることがあります。「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。本資料に記載のすべての予測は例示目的であり、投資の助言や推奨を目的とするものではありません。意見または推計、予測、金融市場のトレンドに係る記載は、作成時点の市場環境下での我々の判断に基づいており、将来予告なく変更される場合があります。記載された情報の正確性および完全性を保証するものではありません。本資料はいかなる金融商品の売買も推奨するものではありません。見直しや投資戦略はすべての投資家に適合するものではありません。特定の証券、資産クラス、金融市場に関する記載は例示を目的とするものであり、これらの推奨または投資、商品、会計、法務、税務に係る助言を目的とするものではありません。JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループはこれらに関して責任を負うものではありません。記載された見直しはJPモルガン・アセット・マネジメントによるものであり、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニー・グループの他のグループ会社または他の部門の意見を必ずしも反映していません。

「JPモルガン・アセット・マネジメント」は、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。本資料は、以下のグループ会社により発行されたものです。

香港:証券先物委員会の監督下にあるJFアセット・マネジメント・リミテッド、JPモルガン・ファンズ(アジア)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(アジア)リミテッド、インド:証券取引委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント・インディア・プライベート・リミテッド、シンガポール:金融管理局の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(シンガポール)リミテッド、JPモルガン・アセット・マネジメント・リアル・アセット(シンガポール)プライベート・リミテッド、台湾:金融監督管理委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(台湾)リミテッド、JPモルガン・ファンズ(台湾)リミテッド、日本:金融庁の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第330号 加入協会:日本証券業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会)、韓国:金融委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(韓国)カンパニー・リミテッド(韓国預金保険公社による保護はありません)、オーストラリア:証券投資委員会の監督下にあるJPモルガン・アセット・マネジメント(オーストラリア)リミテッド(ABN55143832080)(AFSL376919)(Corporation Act 2001(Cth)第761A条および第761G条で定義される販売会社に配布が限定されます)

本資料は、配布される国・地域の法令や規則によって、受取人が他者に転送したり、他者に見せたりすることはできない場合があります。

投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は上下するため、投資家の投資元本が確保されるものではありません。投資判断の際は、ご自身で調査、評価するか、もしくは投資助言を受けるようにしてください。本資料が配布され、投資判断を行う国・地域で適用される法令諸規則に従う責任は受取人ご自身にあります。