

## 時論

### “草食系バブル”の進行とその予兆察知

日経平均株価は4月に15年ぶりに2万円台に乗り、5月から6月にかけては27年ぶりに12日間連続の上昇となった。不動産市況の回復傾向も顕著であり、国土交通省「地価 LOOK レポート(2015年3月)」によると主要都市の観測地点のうち8割超で上昇を見た。こうした動きは、上場企業の経常利益が7年ぶりに史上最高を更新し、設備投資にも動意が見られ、ベースアップも相次ぎ、内需の好循環が徐々に強まっていることを勘案すると、相応に裏付けがあるとも言える。

その一方、市場の過熱やバブルを懸念する声も出始めている。株価のイールドスプレッド(株式益利回り－国債利回り)や不動産投資利回りのリスクプレミアム(不動産投資家の期待利回り－国債利回り)には特段の低下は見られず、株価・不動産価格上昇への過剰な期待は高まってはいるものの判断も可能だが、これは国債利回りの異常な低下によって事後的算出上そうなっているだけで、株価・不動産価格の上昇は超金融緩和に支えられている面が強いとも解釈しうる。REIT市場では増資発表後に値を下げる銘柄も散見され、東証REIT指数も軟調気味となっていることも、物件価格の割高感・警戒感が高まっていることの表れかもしれない。

超金融緩和の長期化がバブルの温床となることはこれまで幾度となく経験してきただけに、既視感は感じ得ない。

ただ、すでにいずれかの領域で何らかのバブルが発生しているとしても、過去見てきたバブルとは異なる面がある。それは、前月号の本稿でも指摘したが、ユーフォリア(将来に対する過度かつ根拠が乏しい楽観論、熱狂的とも言える陶酔感)を伴っていないということである。

80年代後半におけるわが国の株・土地バブルの際には、日本のGDPは、人口規模が2倍強の米国を抜く可能性が現実感をもって語られた。また、リーマン・ショック前の2000年代半ばには、市場メカニズムの導きと、米国FRBグリーンズパン議長の政策手腕などによって、資本主義経済は景気循環もインフレもない経済成長が続く「グレート・モデレーション(超安定期)」に入ったとまで言われた。

今から振り返れば、なぜそのようなことがまことしやかに語られたのか、首をかしげたくなるが、当時はこうした風潮の中、人々は景気拡大・低金利・低インフレの三者鼎立(ていりつ)、資産価格の永続的値上がり信じて疑わず、リスクの十分な吟味もないまま株式・不動産・金融商品を買いまくるという「肉食系バブル」の様相を呈していた。

しかし今日は、日本の景気回復は円安頼み、米国では「長期停滞論」、欧州では「日本化(デフレ経済化)」がささやかれ、新興国経済もかつての勢いはなく、ユーフォリアが強まっているようには見えない。

かくして超金融緩和策と超低金利が長期化する中、金融機関も機関投資家も個人も運用難に直面し、言わば止むに止まれず、追い込まれる形で、少しでも高いリターンを求めて、それまでより少しリスクが高いものに運用対象を広げつつある。しかしユーフォリアを伴わない中ではリスクを積極的に取ることに慎重であるため、相対的にクレジットの高いものを指向することになる。

これは一見合理的な行動ではあるが、資金運用者が同じような行動をとると、「安全な資産が買い進ま

れ、その価格は持続性がない水準まで上昇する」「多少なりとも妙味があった利回りやスプレッドがたちまち縮小する」「相対的にクレジットの高い領域に需要を上回る資金が集中し、両者の投融资規律が弛緩する」という具合に、将来の大幅な価格下落のポテンシャルが膨らむという意味でも、リスクとリターンがアンバランスとなるという意味でも、「皆が安全資産を指向すると、安全資産は安全でなくなる」というパラドクスー「草食系バブル」とでも称すべき状況が生まれつつある。

こうした姿は、国債金利がマイナスとなったり、株式市場では円安の恩恵を受ける輸出企業より、恩恵は受けにくい業績安定度が高い内需関連企業(食料品、医薬品等)の PER の上昇幅が大きかったり、比較的风险が高い北米ハイイールドローン市場でも、通常は貸出先の企業に課される追加借入制限や買収制限等が、信用力が相対的に高い企業群では大幅に緩和されたり、といった状況に垣間見える。

過去のバブルの生成と崩壊、それに伴う金融危機の発生を通じ、「金融システムの安定を維持するためには、個々の金融機関の健全性を監督するだけでは不十分である」との反省に立ち、各国政策当局や国際機関では「金融システム全体のリスクや不均衡の状況を分析し、政策対応と制度設計を図る」というマクロ・プルーデンスの取組が強化されてきた。そのテーマの中には、バブル生成の予兆を把握・管理する早期警戒指標の選定も含まれている。日本銀行「金融システムレポート」の「金融活動指標」はその一つであり、14 項目の指標を監視して金融仲介活動の過熱度合いをチェックしている。各金融機関でもリスク管理高度化の一環として同様の取り組みが行われているだろう。

ただこれらの指標は「総与信・GDP 比率」「地価の GDP 比率」「民間実物投資の対 GDP 比率」といった「集計指標」が中心である。これらは上述したような「草食系バブル」的状況の中では、タイムリーにアラームを発するかどうか、一抹の懸念が残る。

すなわち、バブル的状況や金融面の不均衡は主として安全資産領域において進行するとすれば、リーマン・ショック前のように14項目のほとんどが過熱サインを示さなくとも、安全資産領域の大幅な価格調整が起点となり、そこに資金を投入していた金融機関・機関投資家・個人・ファンド等の資産が傷み、これが契機となって金融システムが動揺するとのシナリオも考えられるためである。

この30年間、バブルは人々を酔わせ、惑わせ、やがて失望させ、その後の経済、金融システム、国民生活に大きな傷跡を残してきた。そのバブルの姿は一樣ではなく、常に姿・形を変えて我々に忍び寄ってくる。早期警戒指標が予兆を察知できる時とできない時もあるかもしれない。

精度の高い指標の開発には今後も注力するとともに、指標だけに頼ることなく、指標の裏に潜む動き、指標に現れない底流、指標の周辺部の変調を嗅ぎ取る洞察力、直観力、インテリジェンスが最も重要ではないかと思う。

(調査部長 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

---

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。