

時論

「草食系バブル2.0」が台頭する2016年

従前、この稿(2015年7月号)で現在のグローバル経済金融環境の本質を表す概念として「草食系バブル」なるものを提示させていただいた。

簡単におさらいすると、景気回復は持続するものの、成長率もインフレ率も高まらず、よって先進国の金融緩和・超低金利政策も変わらず、将来への見通しも強化せず、よって投融資家(金融機関、機関及び個人投資家、各種ファンド等)は運用難に直面する中であっても安全資産指向は変わらず、よって安全資産が安全でない価格まで買い進まれて安全でなくなり(すなわちバブルの生成)、よって投融資家は止むにやまれず運用対象を準安全資産へ広げ、よって徐々に深いリスクを取ることであり、リスクに見合うリターンを確保できない資産、価格下落リスクを内包した資産が増えていくというものである。

こうした「草食系バブル」は、国債金利がマイナスとなる、内外の貸出スプレッドが極限まで潰れるといった事例に端的に表れていた。

やがて、向こう2～3年の間には景気回復を映じてインフレ率・政策金利・長期金利が緩やかながらも上昇し、ある時点において超低金利期待が剥落することによって投融資家の手じまい・巻き戻しの動きが急速に強まり、安全資産領域を中心に大幅な価格調整(すなわちバブル崩壊)と信用収縮が起こると見ていた。すなわち「草食系バブル」を巡るシナリオは、曲がりなりにも景気回復の持続を前提とし、それがもたらす金利上昇・金融引き締めをバブル崩壊のトリガーとするものであった。

ところが、この半年間のグローバルマクロ環境を見ると、景気回復の持続という前提が怪しくなってきた。すなわち、中国経済の減速の影響は予想以上に大きく、世界経済には設備・在庫調整圧力を、資源価格には低下圧力をもたらし、新興国の高成長神話も過去のものとなりつつある。ただ、米国経済の内需の底堅さや中国経済の大失速回避を勘案すると、世界経済が本格的景気後退局面に入ることは現時点では考えにくく、米国の利上げもゆっくりと行われる見込みであり、先進国の金融緩和・超低金利環境も当面、大きくは変わらないと見ていいだろう。

しかし金融市場では、「草食系バブル」の光景に変化が現れるだろう。すなわち投融資家の「安全資産を指向しつつも止むにやまれず徐々に深いリスクを取る」動き(「草食系バブル1.0」)に加えて、「安全資産指向が一層強まり、一定以上の深いリスクは取りに行かない、あるいは深いリスクから徐々に撤退する」という動き(「草食系バブル2.0」)も顕在化してくるだろう。投融資家の一部に、本格的な手じまい・巻き戻しというほどではないにせよ、様子見あるいはポジション調整の動きが現れるということである。

このことは、先進国の政策金利が引き上げられなくとも、新興国を中心とする世界経済の減速が、グローバル金融環境においては金融引き締め効果を持つということであり、これまでの超金融緩和・超低金利に覆い隠されていた脆弱性(高いレバレッジ、リスクに見合わない金利や価格等)に警戒的な目が向けられるということであり、モノによってはポジティブに評価されていたもの(例:成長期待がマネーを引き付け、マネーが期待を現実化する)がネガティブな評価に変わる(例:対外債務に依存した成長パターンは危うい)ということである。

従って、今後の投融資判断におけるリスク判断においては、①「回避され、撤退されるリスク」を相対的に多く抱えている領域(国・業界・市場・金融商品)は何か、②「回避され、撤退された」領域では、どのような変調が現れるか、③その変調はリージョナルあるいはグローバルな規模に拡散していくかーといった諸点を検討することが求められよう。

「回避され、撤退されるリスク」を相対的に多く抱えている領域としては、新興国では、①経常赤字にして財政赤字の国(ブラジル 5 の国々)、②民間企業部門の債務の膨張が著しい国(中国、トルコ、チリ、ブラジル、インド等)、③中国向け輸出依存度の高い国(台湾、韓国、ベトナム等)、④原油・鉄鉱石・銅・石炭などの資源依存度の高い国(中近東産油国、豪州、マレーシア)、⑤インフレ率が高止まりしている国(ブラジル、トルコ、インドネシア等)、⑥政権基盤の不安定性や地政学リスクを抱えている国・地域(中東産油国、トルコ、マレーシア等)ーであり、先進国では、①構造改革・成長戦略・財政再建に対する期待が過剰だった国(一部の南欧諸国、日本等)、②歴史の浅い資源エネルギー開発企業、③市場流動性が低いニッチかつミドルリターン金融商品(北米ハイイールド社債、証券化商品等)、④リスクやキャッシュフロー創出力を反映しない低金利で多大な債務を抱えた案件(一部の M&A やプロジェクトファイナンス、不動産担保ローン、住宅ローン等)ーが挙げられる。

「回避され、撤退された」結果、発生する変調としては、①通貨・株価・債券(含む国債)・不動産価格の下落を起点として、これが②バランスシート調整や銀行の貸し渋りを招き、③実体景気も悪化し、ひいては④様々な負のスパイラル(実体景気と金融、ソブリンと金融と財政、ソブリンと企業等)が発生し、⑤本格的な信用収縮に至り、⑥その影響拡散を懸念した海外投融資家の巻き戻し・手じまいが本格化し、⑦グローバル金融市場の混乱と機能不全、各種金融商品の価格下落を誘発するーといった展開が考えられる。ちなみにブラジルは上記④の段階に近くなっているのではないかと。

また、「安全資産指向が一層強まる」ということは、相対的に安全と見なされる資産、「回避され、撤退される」要素が相対的に少ない資産はますます買い進まれて、バブル的価格高騰を見るということになる。こちらはこちらで、いつかは訪れる金利水準の修正によって引き起こされる価格調整(=バブル崩壊)のマグニチュードが溜まり続けることになる。

安全・安定資産と見なされがちな東京の不動産市場において、賃料上昇期待が高まる都心部賃貸オフィスビルや、安定した家賃収入が見込める賃貸マンションでは、期待利回りはリーマン・ショック前のミニバブル期を下回る水準まで低下しており、少し警戒が必要かもしれない。

かくのごとく、米国の利上げを受け、「草食系バブル 2.0」が台頭する 2016 年は、これまでにない多面的かつ深い観察と洞察が求められる。

(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。