

週刊マーケットレター（2015年12月14日週号、No. 539）

2015年12月13日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	12月11日（前週）	1カ月前	2014年末
円ドル	120.86(123.20)	122.85	119.77
ドルユーロ	1.0987(1.0880)	1.0741	1.2096
ドルポンド	1.5220(1.5107)	1.5210	1.5576
スイスフランドル	0.9829(0.9934)	1.0045	0.8840
短期金利（3ヵ月）			
日本	0.07643(0.08071)	0.07500	0.11214
米国	0.51200(0.46200)	0.35910	0.25520
ユーロ	-0.12214(-0.11000)	-0.08929	0.05786
スイス	-0.76700(-0.82000)	-0.77600	-0.06300
長期金利（10年債）			
日本	0.310(0.325)	0.315	0.325
米国	2.12(2.27)	2.23	2.17
英国	1.81(1.92)	2.05	1.76
ドイツ	0.54(0.68)	0.61	0.54
株 式			
日経平均株価	19230.48(19504.48)	19691.39	17450.77
TOPIX	1549.51(1574.02)	1595.32	1407.51
NY ダウ	17265.21(17847.63)	17702.22	17823.07
S&P500	2012.37(2091.69)	2083.41	2058.90
ナスダック	4933.46(5142.27)	5067.02	4736.05
FTSE100（英）	5952.78(6238.29)	6297.20	6566.09
DAX（独）	10340.06(10752.10)	10907.87	9805.55
商品市況（先物）			
CRB 指数	175.36(183.24)	188.34	229.95
原油（WTI、ドル/バレル）	35.62(39.97)	43.98	53.27
金（ドル/トロイオンス）	1075.7(1084.1)	1084.9	1184.1

現実離れしたセントラルバンカー

週間で円は対ドルに対して2円34銭の大幅円高となり、11月2日以来の円高ドル安になった。原油安が止まらず、WTIは1バレル=35ドル台と2008年12月以来、約7年ぶりの安値を付けたことから、世界経済の不安が増幅し、米株が売られ、円買いが進行した。12月4日のOPEC総会では生産目標を棚上げし、目標を上回る生産を続けることになったことが原油売りに拍車を掛け、WTIは前週比10.9%も暴落した。

金融危機前の2008年7月、WTIは145ドルという途方もない急騰を演じていたが、金融

危機の発生に伴い 30 ドル台前半へと急落したが、主要国のゼロ金利政策を背景に反発し、2011 年 4 月には 110 ドル超へと回復した。その後は変動を繰り返しながら、2014 年 7 月の 105 ドルをピークに急速に値崩れしていった。

日米欧の闇雲な金融緩和策がマネーの投機化に火をつけ、商品や株式市場に投機資金がなだれ込んだ。投機は自然に発生するのではなく、金融政策という人為的な操作によって作られた。金融危機による実体経済への影響を軽くするために、必要以上の金融緩和に走ってしまう。金融危機時における中央銀行に対する社会の圧力と主体性のなさが、無制限の金融緩和に向かわせたのである。

その典型的な例は 1980 年代後半の日銀の金融政策である。公定歩合は 1980 年 3 月の 9.0% をピークに下げ続け、1983 年 10 月には 5.0%まで下げた。1986 年 1 月までの 2 年 3 ヶ月、5.0%を維持していたが、1986 年 1 月の引き下げ後も、短期間に 4 回の利下げを実施し、1987 年 2 月には 2.5%と戦後最低を更新した。その間の実体経済の動向はとて 2.5%を許容するような低成長ではなかった。

1987 年 2 月までの 1 年ほどの短期間に、日銀は 5 回の利下げを実施したが、1985 年度の名目 GDP は前年比 6.2%増であった。公定歩合よりも経済成長率が 1.2 ポイント上回っていたのである。1986 年度と 1987 年度は 4.6%、4.8%それぞれ成長し、しかも、物価上昇率が低下したため、1988 年度の実質 GDP は 6.0%も伸びた。これほど高い経済成長を遂げていながら、2.5%の公定歩合は 1989 年 5 月に 3.25%に引き上げられるまでの 2 年 3 ヶ月もの期間維持されていたのである。

1988 年度には 4.3 ポイントも名目 GDP の伸びが公定歩合を上回るという異常事態が起っていた。収益率が資金コストよりも高ければ、資金需要は旺盛になるのはしごく当然のことであり、土地や株式の期待収益率は実体経済を凌ぐことから、投機資金はそうした金融の世界へ激しく流入していった。

日銀の公定歩合と実体経済との整合性が取れなくなったことが、こうしたバブル経済への道を開いたといえる。1983 年 10 月に公定歩合を 5.0%下げたが、少なくともこの 5.0%の水準以下に下げなかったならば、その後の日本経済の足取りや姿は相当違ったものになっていただろう。

1980 年代のバブル経済と 1990 年代のその崩壊という人為的大変動を経験しながら、主要国の中央銀行は同じ過ちを犯している。日銀は特にたちが悪い。バブル経済の張本人でありながら、政府の言いなりに、国債の大量購入に精を出す。それによって金融経済だけが活況を呈するという本末転倒の事態を作り出したのである。

第 2 次安倍内閣が発足した 2012 年第 4 四半期と 2015 年第 3 四半期の実質民需を比較すると 3 年弱で 1.2%しか増加していない。ほぼ横ばいであり、日銀の国債買い取りの効果は全く認められない。日銀は巨額の国債購入により、資金を市中に供給できるとの触れ込みだったが、実体経済には回らず、金融経済を潤し、経済を歪にただけである。

「人間的である以上に、体裁を保ち、因習的な世間体を装うことが、銀行家の仕事の当

然の一部となっている。生涯にわたるこのような習慣のために、銀行家はもっともロマンティックで、もっとも現実離れした人間と化している。自分たちの立場に疑念を起こさせはならないということ、手遅れになるまでは、自らの立場を自分でけっして疑わないということ、それだけが彼らの常套手段なのである」(ケインズ全集第9巻、p. 158)。セントラルバンカーにもびったりの言葉ではないか。

慎重の上にも慎重を期していた小心者のFRBは、今週やっと利上げを実施するだろう。早い段階で、利上げの匂いを察知していた商品市場はすでに暴落しているが、株式はしぶとく、それほどの値下がりでもない。だが、商品相場の値崩れは、資源国の経済に打撃を与えるだけでなく、商品を多く抱えている企業のバランスシートを著しく毀損させている。底なし沼に陥っている商品相場の下落は、資産を減価させ、損失が発生している。相場の底が見通せないなかでは、在庫の投げ売りが加速し、商品相場をさらに押し下げることになるだろう。

資産運用でも商品を組み入れているファンドは損切を余儀なくされる。損失額が大きいファンドでは、商品だけでなく株式も処分しなければならなくなる。商品の損失の影響は商品にとどまらず、株式、債券さらには為替と広範囲におよぶのではないだろうか。織り込み済みとはいえ、利上げは少なからぬ影響を金融経済におよぼすことは間違いない。