

Financial Trends

経済関連レポート

隠れた信用拡張と量的緩和

発表日：3月7日(火)

～既存のレーダーにかからないステルス型信用拡張～

(No. FT-28)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

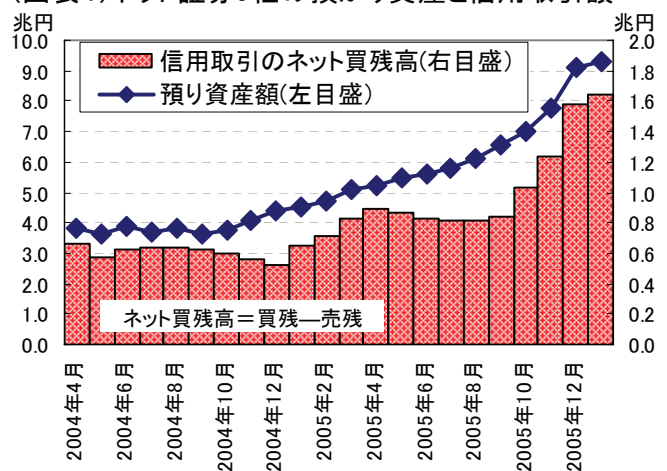
今、信用拡張が過度に広がっているのかどうか。貸出やマネーサプライに注目すると、そうではないように見えるが、視点を変えると個人の株式投資、外為証拠金取引、不動産ファンドの隆盛、など「隠れた信用拡張」が目につく。量的緩和解除に対しては、早すぎることに警戒感ばかりが喧伝されるが、人為的にゼロ金利状態を引っ張っておくことにもリスクがある。緩和解除をするリスクと、解除しないリスクは両睨みで検討されなくてはならない。

広がるステルス型信用拡張

今、信用拡張が進み過ぎているなどと言うと、「つい最近まで企業が過剰債務処理に注力し、銀行貸出もようやくプラスになったばかりだ」という反論にあうだろう。しかし、筆者は通説的な見方では、見過ごされがちな「隠れた信用拡張(ステルス型信用拡張)」が広がっていることを指摘したい。この種の信用拡張は、通説的なレーダーでは看過されやすい点が要注意だ。

まず、象徴的な例として、ゼロ金利環境が株価上昇に大きく貢献している図式を振り返ろう。2005年8月前後から急速に上昇を始めた株価上昇局面では、個人投資家が主役として躍り出た。実は、個人の4割の取引額シェアのうち、約半分は信用取引である。空前のインターネット取引ブームでは、「20代フリーターがデイトレードで2億円を儲けた」、「ネットで1日30万円を稼ぐ方法」など、若者の投資心をくすぐる謳い文句が目につくが、その背後には信用取引の急拡大が支える図式もある。例えば、ネット証券5社の個人信用取引のネット買残でみると、2006年1月末に16,411億円にまで膨張している(図表1)。昔の信用取引は、口座開設の条件が厳しく、「金融資産が3,000万円以上」とか「65歳以上は不可」という風に敷居が高かったが、今は電話審査で比較的容易に始めることができる。証券会社の資金調達コストが、ゼロ金利効果で極めて低くなったことで、信用取引がサポートされている面もある。2005年8月以降の株価は、個人が信用取引を利用した効果もあって、驚くべき速さで上昇したのである。

(図表1) ネット証券5社の預かり資産と信用取引額

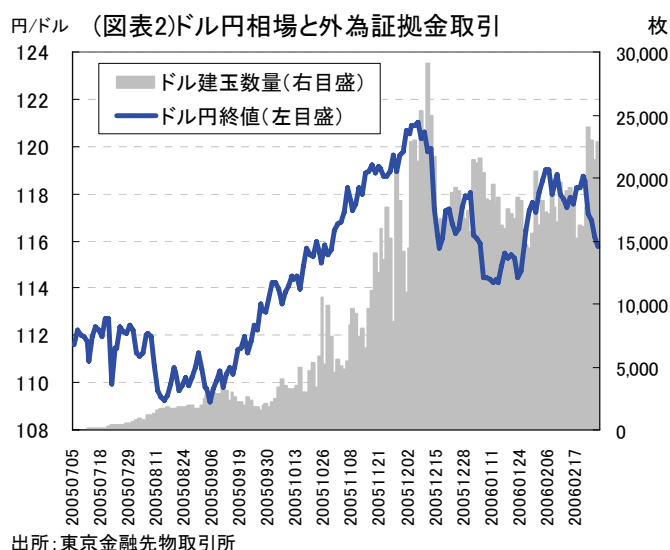


円安作用を生み出す証拠金取引

同じような信用拡張は、為替市場にもみられる。個人の外為証拠金取引である。外為証拠金取引は、株式の信用取引よりもさらに大きな倍率で、証拠金を膨らませ、外貨に投資する取引である。外為証拠金取引の膨張ぶりは、東京金融先物取引所の建玉(未決済のドル投資)が急速に高まっていることに表れている(図表2)。ドルと並んで取引規模が大きなニュージーランドドルを例にとると、円資金を0.1%の利回りで調達して7%で外貨運用する。個人は、信用の梃子(レバレッジ)が効いている分、投じた証拠金に対するリターンが高くなると考えて、外貨投資

を積極化するのである。先の株式のデイトレードが日中パソコンの前に張り付いていないといけませんが、若いサラリーマンたちは、それが職場では財テクができないので、代わりに夜間に外為証拠金取引に熱心になっているという話も聞く。

最近のドル円相場は、外為証拠金取引の作用が強まり、相場を揺さぶる材料が乏しいときには、円安方向に流れやすくなっていることを実感させる。昨年12月上旬には金融不安でもないのに、121円/ドルまで円安が進行したことは外為証拠金取引の要因がいかに大きいかを象徴している。ここからも、ゼロ金利下での信用拡張が、為替相場という資産取引に多大な影響を与えている証拠が確認できる。



不動産市場における信用拡張

そのほか、ゼロ金利下で信用拡張が進む現象として、REIT(上場不動産投信)や私募ファンドといった投資ファンドが、不動産価格を押し上げている現象も起きている。投資ファンドは、投資家から集めた出資金に銀行などの借入金を加えて、不動産物件に投資する仕組みである。出資金が借入金で膨らませる理屈は、信用取引と同じとも言える。

近年、投資ファンドが不動産取引に占めるステイタスは、信じられないくらいに拡大してきている。都市未来総合研究所の調査では、2005年度上期に上場企業等が売却した土地・建物の46%の買主が投資目的法人、13%が特別目的会社(SPC)に達するという。SPCは不動産を証券化するためのピークルであり、その後で私募ファンドなどに売却される。つまり、不動産取引の6割がファンド絡みということになる。さらに、住友信託基礎研究所によれば、2005年12月末のREITの取得資産額が3.4兆円、私募ファンドが4.4兆円とされる。両者の投資規模7.8兆円は、前年の4.3兆円より2倍近くに増えている。このファンド規模の拡張の裏側には、運用難に苦しんでいる地域金融機関がいて、彼らが不動産投信の高利回りに積極的に出資・融資の両面から資金供給を行い、金融面から資産取引を支えている格好だ。東京都心の優良物件が、不動産ファンドによって次々と高値で落札されていく様子は、同業のファンドの中からも過熱感が指摘されるほどである。

マクロでみた信用拡張

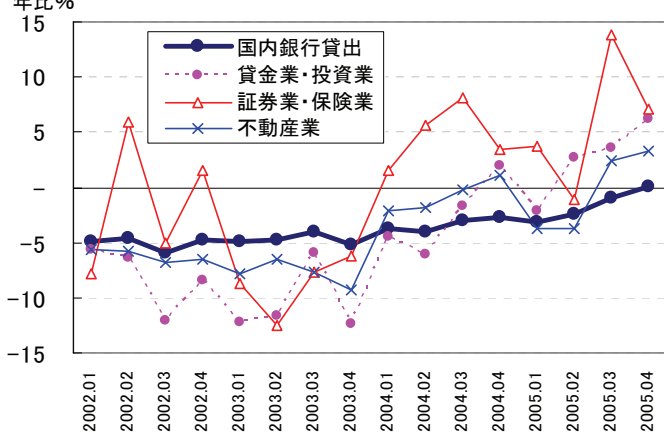
上記の信用拡張は、資産価格の上昇に、ゼロ金利環境が積極的な役割を果たしていることの証左である。注目すべきは、個人やファンドの資産取引に占めるシェアが相当なところまで高まっている点である。伝統的なフレームワークで捉えると、国内銀行貸出などの復調の遅れを根拠に、信用が過度に膨張しているという説に異論を唱えるであろうが、位相を変えてみると、マクロ的にもゼロ金利効果は決して小さくはないと言える。

なお、銀行貸出については、その中身が資産取引と密接さを増してきているという指摘もできる。業種別にみた銀行貸出は、不動産向け、貸金業・投資業向けの増加が次第に明確になってきて、全体が押し上げられている(図表3)。銀行貸出は、大企業のキャッシュフロー構造の変化や、貸出債権の流動化・コミットメントラインの普及によって伸び率が下押しされるバイアスがあることが知られている。日銀の「貸出資金吸収動向」では、特殊要因を除いた銀行貸出が2005年8月にプラスに転じた後、2006年1月に1.3%までプラス幅を拡大させたペースが速いことに警戒感を抱く人もいる。

もうひとつ、筆者は信用拡張の後押しを受けて証券化市場が急拡大していることにも注目したい。日銀の「資金循環勘定」によれば、証券取引に関連する主体のバランスシートが急速に拡大している(図表4)。この点は、マネーサプライとマネタリーベースの関係だけからは死角になっている変化だ。

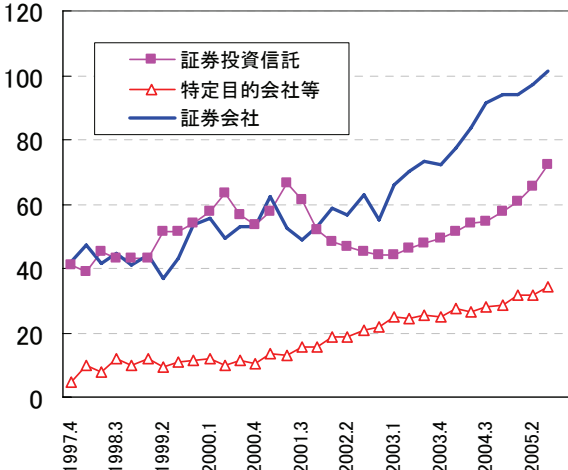
なお、金融政策に注目する人々は、伝統的にマネーサプライに極端に注目するきらいがある。最近の株価上昇がマネーサプライの増加に反映しないことをいぶかしむ前に、流動性拡張の形態が変化していることを観察すべきだ。例えば、流動性の拡張具合を、広義流動性とM2+CDのバランス(広義流動性/M2+CDの倍率)でみると、株価変動は、マネーがM2+CDよりも広義流動性にシフトしている姿と極めてよくオーバーラップする(図表5)。流動性の温度計をM2+CDに絞って観察しては、資産取引の活発化を機敏に捉えられない。

(図表3) 国内銀行の業種別貸出の伸び率



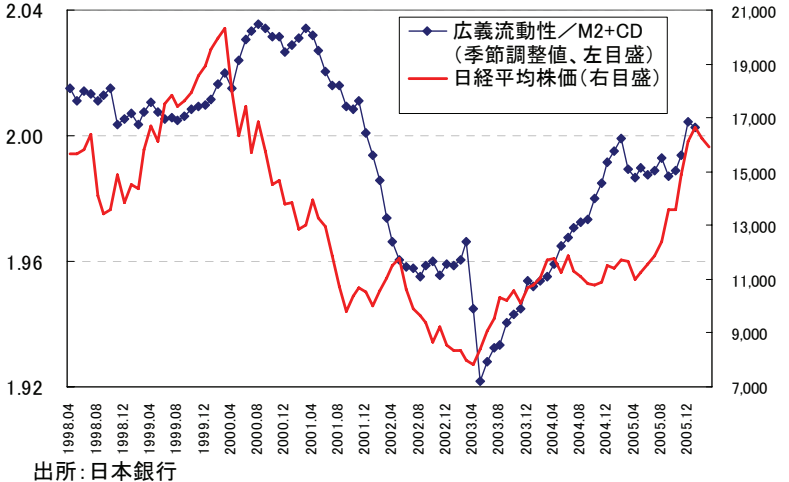
出所: 日本銀行「貸出先別貸出金」

(図表4) 拡大する証券関連部門の総資産



出所: 日本銀行「資金循環勘定」

(図表5) 信用拡張は広義流動性に移っている



出所: 日本銀行

以上のファクトを前提に、筆者は、銀行貸出の内訳を含めて、今の信用拡張が局地的に発生していることこそが重要な意味を持っていると考える。そもそも、日銀の金融政策は、デフレ克服を狙って、デフレの痛みで投資意欲が収縮した企業部門への刺激や、政府の財政再建に配慮して行われてきた。しかし、超金融緩和の環境は、企業や政府にはちょうど良くても、過去のデフレで痛い目に遭っていない個人や新興投資家・外国人投資家には十分すぎるほどの緩和度を感じられている。過去の経験に引きずられる「適応的期待」に支配される側に照準を合わせるから、緩和効果が行き過ぎる弊害があると表現してもよい。そうした構図があるから、政府と日銀の間でも金融緩和効果の評価を巡って対立ができるのであろう。

そうした中、緩和解除が早すぎることを慎むべきだということは言うまでもないが、それが遅すぎることに注意しなくていけない。1月17・18日のライブドア・ショックは、株式市場で信用取引の逆回転の恐ろしさを見せつけることになったが、これは隠れた信用拡張がコントロールできなくなるほど膨らんでいることの威力を感じさせる予兆かもしれない。今後とも隠れた信用拡張が広がっていけば、その後で起こるであろう金利上昇によって、資

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

産価格はより大きな利上げの反動を受けることになる。この反動が、緩和解除を先送りするほどに大きくなり、単純に緩解除を延期することが本質的な解決にならないことを見落としてはならない。

バブル時代を再現する現象

今、量的緩解除の観測が高まっているが、隠れた信用拡張の問題は、量的緩政策に宿命づけられた副作用と言えるかもしれない。

そもそも量的緩和の時間軸効果には、「しばらくはゼロ金利が続くので、安心して資金調達を増やしてください」というメッセージが込められていた。この時間軸効果は、景気が悪いときには、積極的な信用拡張を促す「良い薬」の意味があるが、景気が良くなっても続いていけば、過度の信用拡張を容認してしまうという「危ない薬」と化してしまう側面も持っている。信用拡張が過度に膨んでしまうと、将来のどこかの時点で金利上昇が始まったとき、その錯覚の反動として、投機の代償を支払う経済主体が出てきてしまう。日銀が2001年3月に量的緩政策を開始したときには、そうした副作用は重々承知して「劇薬」と呼んでいた。

ところで、今の副作用を考えたとき、もうすでにかなりバブル局面に足を突っ込んでいのではないかという人も少ない。確かに、長い目でみた今の経済環境は、約20年前のバブル生成前によく似たところが多い。今次景気拡大期間は、2006年4月にバブル期と並ぶ。2005年8月からの株価上昇も、バブル期の株価上昇にオーバーラップする。80年代後半の日銀は、円高を警戒して金利を上げられなかった点は、財政再建に配慮して低金利を是正できない今と似ている。80年代後半は「時短」に伴う「リゾート」ブームが言われ、今は「団塊マネー」が消費に火をつけるとまことしやかに言われる。当時の流行語を追うと、87年が「財テクブーム」で、88年は「シーマ現象」だった。89年が「消費税導入」、90年が「空前の売り手市場」と言えば、近未来を予言することができるかもしれない。

もっとも、筆者の見立てでは、ここまでの株価上昇がバブルかと言えば、そこまでの勢いではないと判断できる。すでにネットトレーダーの中には信用取引の傷を深めた者が散見される。不動産市場についても、局地的なミニバブルを抜け出していない。まだ正常の範囲内から乖離はしていないと言える。

ただ、楽観してはいけないのは、かつてベン・バーナンキ新FRB議長が語っていたように、「バブルとは終わってみないとそれがバブルだったか、実体を表したものだかわからない」という性格がある点だ。歴史は繰り返すが、歴史には繰り返さない面もある。バブルが再現されるにしても、その形態は前のバブルとは異なる姿に化けて再現されるのである。そのために、すべからくバブルに対する現状認識は遅れがちで、金融政策は後手に回りやすい。今後の金融政策に求められるのは、過度のショックを回避しながら、過剰流動性を少しずつ吸収して、正常な金利上昇の世界へ経済を離陸させることだ。