

市場混乱とバブル循環

発表日：2016年1月18日（月）

～ 中国・原油・金融緩和の複合要因～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

目下の金融市場の混乱は、リーマンショック後のひとつのブームの終焉にみえる。ブーム終焉とは、少し長い目でみて、（1）中国経済への楽観的期待の剥落、（2）シェールガス革命の負の遺産としての原油安、（3）長く続いたドルのゼロ金利の終わり、が重なり合ったものとみる。ブームは7～10年周期で繰り返されている。今は悲観一色に見えるが、実は次のブームの萌芽が存在する可能性もある。

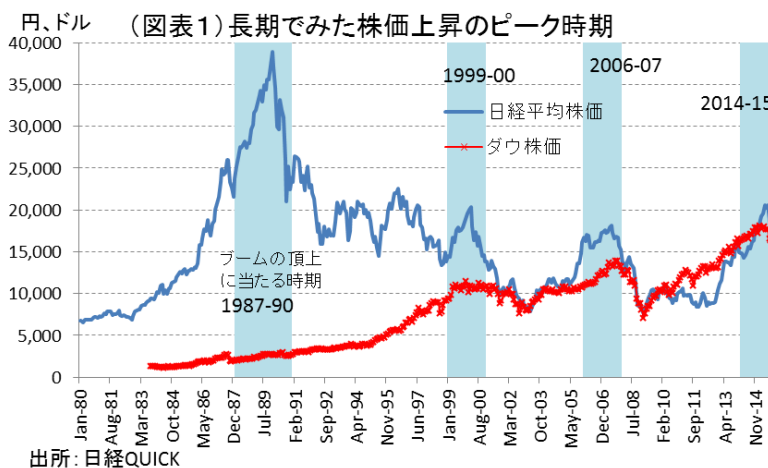
バブル循環は7～10年を隔てて起こる

金融市場の逆回転が止まらない。日本株急落の原因は、中国株価下落、原油下落にみえる。その裏側にあるのは、米利上げである。リーマンショック後に拡大した過剰流動性が、米利上げを号砲にして巻戻され、信用収縮に似た資金シフトを起こしている。本稿は、2015年をピークにして巻き起こっている金融市場の混乱について、やや長いスパンで捉え直したものである。

筆者の理解では、バブルの生成と崩壊のプロセスは、数年おきの周期を持って到来する。90年代に遡って金融市場の過熱が起こった時期を確認すると、7～10年間の期間を隔てている（図表1）。

（1）90年をピークにした平成バブル、（2）1999年のITバブル、（3）2006～07年はサブプライム問題、2008年はリーマンショックに至る証券化バブルが起こった。最近のブームは、リーマンショックから7年目の2015年が頂点になった上昇局面だったと理解できる。

2015年に終わったブームは、特に中国経済への過大評価が修正されたことが特徴だと考えられる。これらのブームとは言っても、単に「バブル」という言葉では片付けられない側面もある。なぜならば、ブームは泡ではなく、必ず実体経済の好調を伴ってきたからだ。日本のバブル景気しかり。インターネットの登場・普及（1995年～）、2000年代の米経済の好調も本物だった。現在



でも、中国経済のポテンシャルは、潜在的には依然として巨大な存在であることに変わりはない。

問題なのは、ポテンシャルを金融市場がどう解釈するかにある。2014・15年にかけて金融市場を膨張させた要因は、ポスト・リーマン時代への期待を、目新しく味付けしたところにある。例えば、中国を含む4つの国の高成長は、BRICSという言葉で表現された。この言葉は、2001年に登場して、2000年代後半に神通力を高めた。特に、リーマンショックに見舞われた直後、2008年11月に中国の胡錦濤政権（当時）が4兆元の経済対策を発表したタイミングでは、中国が世界を救うと信じられた。

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。

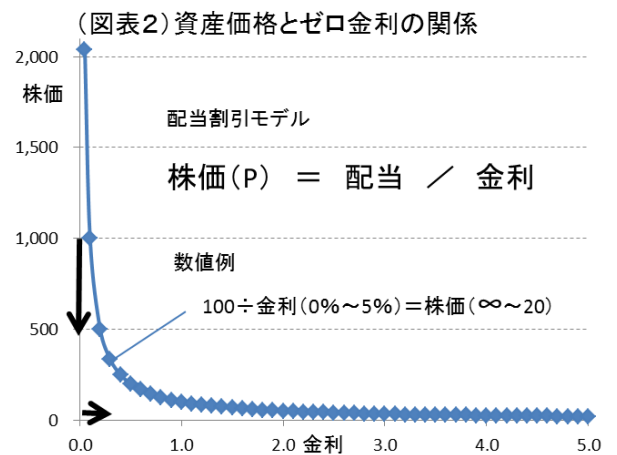
2010年代前半に話題をさらった材料は他にもある。2012年からのシェールガス革命である。米国は原油を自給できる国に変貌し、世界最大の産油国になると言われた。その影響力は、原油の過剰生産という負の側面もあったが、この革命が騒がれた時点ではあまり重視されなかった。最近の原油下落はその負の側面が表面化したという解釈もできる。

さらに、2010年代は歴史的な金融緩和局面でもあった。リーマンショック後に、株価上昇の期待感を高めた材料にFRBのQE＝量的緩和がある。当時、FRBが長期国債を買うことで市場に流動性が供給されると、株価が上昇するという人が増えた。QE2やQE3が2010～2012年にかけて実施され、今思えば、ここで中央銀行の手腕が過大評価されたと考えられる。

まとめると、ポスト・リーマンの主役は、「中国、原油、ゼロ金利」の3つであったと考えられる。今、その役者の果たす役割が暗転し、その反動と副作用が金融市場を揺るがしている。

ゼロ金利解除の衝撃

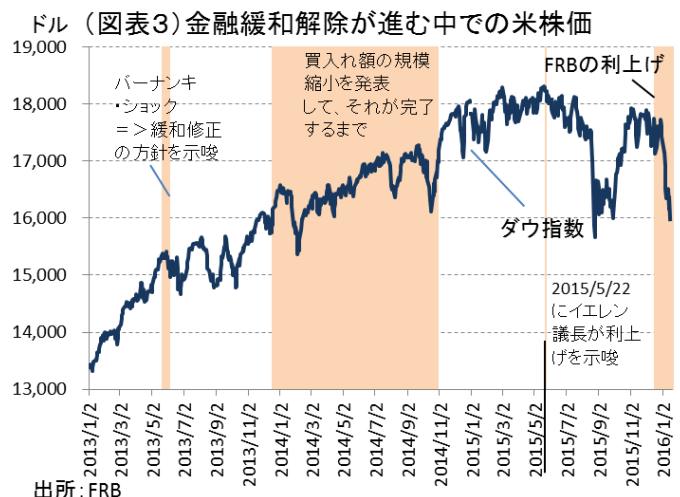
上記3つの要因のうち、中国と原油安の2つはすでに説明した。三番目のゼロ金利は少々説明を要する。ゼロ金利は、QE発動を含めてFRBが政策金利をゼロに据え置いていた金融環境を指している。政策金利がゼロという状況は、極めて特殊な効果を生み出す。株価を単純な割引配当モデルで表現すると、株価(P)＝配当／金利、となる。ここでの金利がゼロに接近すると、株価＝資産価格は無限大に上昇する格好である(図表2)。ゼロ金利解除が、単なる利上げと異なるのは、資産価格への影響が大きい点である。それまで資産価格を無限大に持ち上げていたゼロ金利を、僅かでもプラスに戻すと、資産価格はその刺激によって大きな下落を伴う可能性がある。



話題になったのは、QE発動であったが、筆者は理論的に考えて、資産価格に大きな影響を与えるのはゼロ金利の変更だったとみている。FRBが時間をかけてテーパリングを進めてきた後、ダウ株価はそれを乗り越えたかに見えたが、2015年12月の利上げではより大きな波乱に見舞われた(図表3)。この変動は、量的なメカニズムよりも、金利メカニズムが大きかったことを暗示する。

金利メカニズムについて少し厳密に言えば、金利の内訳は、①政策金利ではなく、②将来の政策金利予想と③信用リスクのプレミアムの3つで構成される、FRBは米利上げの前から先々の政策金利引き上げを予告していたので、①の前に②の緩和状態を解除していたことになる。そうした作用もあって、本来ならば12月に利上げをした途端に資産価格が崩れることにはならないと考えられてきた。

ところが、隠れた要因として、③の部分も大きく動いた可能性がある。低格付けの社債利回りと長期金利の差分で表されるクレジット・スプレッドは、2014年央をボトムにして上昇し、2015年夏から徐々に上昇ペースを



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。

上げてきた。これは、企業収益の未来を楽観していた状況が修正されてきたことを暗示する。株価は、リスクプレミアムが上昇したことで、割引金利も上昇するかたちになって下落に向った。その点、FRBは、ゆっくりと利上げを進めるので、景気への影響には十分に配慮するとメッセージを流し、实体经济に刺激を与えないようにしてきたはずだ。しかし、筆者は、そうした政策的配慮には限界があって、やはりリスクに対する過大評価が修正を余儀なくされたとみる。

中国リスクと原油下落の関連

今さら、中国リスクと原油下落の解説をする必要はないと思うが、念のため問題の所在を整理しておきたい。2015年夏の先進国株価の連鎖株安は、人民元の切り下げが引き金になった。今考えると、米利上げを控えて、製造業が悪化している中国は、為替面でドル高が進むことが逆風であった。それが遠因になって、人民元の引き下げに追い込まれたという見方ができる。

もっとも、人民元の引き下げは中国からの資金流出を伴うという副作用がある。上海株下落の背景には、そうした人民元安と資金流出のジレンマがあって、引き起こされたという見方もできる。何が割高であったかを特定すると、2015年までの人民元高ということだろう。前兆としては、上海総合指数が2015年6月までに前年比2.5倍の勢いで上昇していた(図表4)。そこから8月にかけて一旦は大幅な株安になった。10~12月以降に小休止したかにみえてが、現在は二番底懸念が警戒されている。

日本経済にとって、中国バブルを実感させたのは、訪日観光客の爆買いであろう。2015年7・8月がピークになって中国本土・香港から日本へ訪問する観光客は急増した。2016年1月からは、個人の外貨持ち出しが年間10万円に制限されたことも、インバウンドの購買力を制約する可能性がある。

中国経済は、2001年のWTO加盟以降、高成長を遂げて、リーマンショック後も4兆元の大型経済対策によって逸早く危機を脱すると期待された。しかし、成長の牽引力が投資から消費へとスイッチする展望は実現せず、むしろ過剰生産能力が温存される結果を招いた。その負の遺産が2015年になって表面化している。

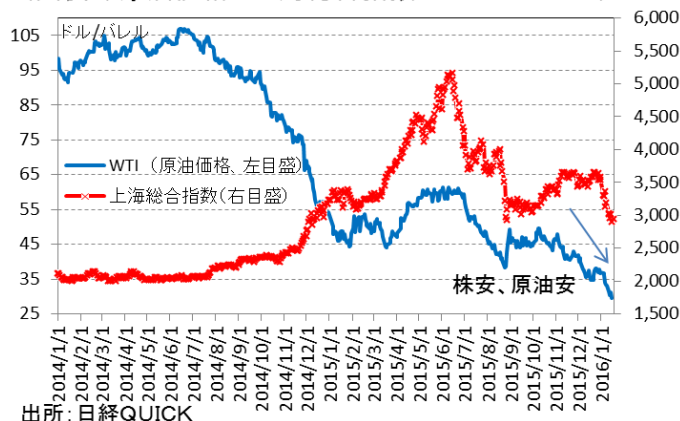
原油下落は、表面的には地政学的リスクを受けたものにみえるが、中国要因も抜き難く影響している。中国の株価下落と原油下落は、2015年春までは関連性が乏しかったのに、2015年夏辺りから奇妙に一致した動きになっている(図表5)。これは中国経済への見方が弱気になって、原油需要の下押し観測を強めたということだろう。波乱要因として、中国の存在が注目されたことが、負のリンケージを作った。

(図表4) 上海総合指数の推移



出所: 日経QUICK

(図表5) 原油価格と上海総合指数



出所: 日経QUICK

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。

原油の需給に関しては、中国以外の要因の影響も大きい。年初からサウジアラビアとイランが漸行し、それぞれが外貨を稼ぐために増産の観測が生じた。中東諸国が対立すると協調減産ができず、市況悪化の憂き目に遭う。

そうしたトピックスも原油需給には影響するが、やはり需給面での中国の存在が大きくなったことを重視すべきだろう。中国を含めた BRICS 諸国の原油消費量は、2011 年に米国のそれを抜いた。中国は 2014 年時点で世界の原油消費量 12%を占める。それだけ原油需給に与える影響が大きくなっている。

このように、存在感が大きくなったからこそ、中国は原油安の反動を受ける可能性がある。それは、原油安のメリット以上に、供給サイドにおけるショックである。中国は資源開発に最も熱心な国の一つである。ベネズエラ、ロシア、ブラジルなどでの資源開発に資金を出している。ベネズエラでは、1 月 15 日に、政府が経済緊急事態宣言をした。原油安のダメージが産油国に及ぼす大きさを象徴する出来事である。中国も、資源開発の部分で負っているリスクは決して小さくないだろう。

「走出去」という言葉が有名になったのは 2000 年代前半だった。中国の海外進出は 2000 年代後半に増加して、その投資の多くが資源開発に回った。しかし、資源価格は高値掴みになり、事業の採算悪化が次第に問題視されていくであろう。これは 1980 年代にオイルマネーが南米の累積債務問題になった図式と全く同じである。筆者は、不良債権問題はバブルが崩壊した後に到来することに警鐘を鳴らしたい。現在の人民元安がどこまでそうした構造問題を織り込んでいくかは不明であるが、中国の対外投資に対するネガティブな評価がこれからの元安を後押しするリスクはある。

後遺症をどう捉えるか

2016 年の日本経済は、過去のブームの後遺症に悩まされる可能性がある。例えば、中国が支えてきたブームが縮小することの悪影響である。具体的には、訪日外国人の爆買いは、さらに縮小する可能性がある。ほかには、日本の不動産市場もダメージを被るだろう。すでに、日本の不動産市場には、いくらかの中国マネーが流入しているから、それが引き揚げられると反動もあり得るだろう。

さらに広い視野でみると、中国経済の実体がさらに悪化すれば、それが米国経済の独り勝ちを脅かす可能性も視野に入れておく必要がある。中国経済が悪化すると、素材分野では中国企業が過剰生産能力を輸出に振り向けるので、世界的な需給緩和が進み、グローバル化した日本企業さえもデフレ圧力に悩まされるだろう。

原油価格の下落は、化石燃料に替わる新エネルギー開発の採算性をも脅かす。かつて 2009 年の原油下落では、米国のバイオエタノール事業がダメージを受けた。今後、太陽光、太陽熱、風・水力、地熱、バイオマスなどの代替発電の採算性が不安定化する可能性がある。化石燃料以外の発電は、中長期的なコスト評価を再点検されることになろう。

原油下落に端を発した採算悪化は、場合によっては開発案件の不良債権化の引き金になる。新興国などでは、不良債権の発生が海外からの金融支援の必要性へとつながる懸念も生じるだろう。先進国においても、新興国の減速が悪影響を及ぼして、低金利政策の長期化につながるものが警戒される。おそらく、この点は、米国でも例外ではない。現在の米金融政策の正常化は、原油安によってインフレリスクが抑えられ、将来の利上げ見通しが短期間で終わる可能性である。具体的には、1 年あるいは 1 年半といった短い期間になる可能性である。そうなると、米国の政策金利は 1.50~2.00%の水準で打ち止められると、米長期金利も 2%台の低い水準で止まり、日本の長期金利はごく低いままに止まる。日米長

期金利差は広がらないだろう。世界的な超低金利時代は、2017～2019年に亘って継続しそうである。

これらは、まだメインシナリオではなく、リスクシナリオの段階であるが、情勢の悪化によって現実味を帯びてくる。

次のバブルは何処に

反対に、次のバブルは何になりそうかも気になる。実は、過去のブームは、その到来の手前のバブル崩壊のときに、すでに萌芽が見られていたからだ。1990年のバブル経済の萌芽は、1983年頃からの東京一極集中にみられていた。ITバブルは、1995年のWindows出現と、それ以前のパソコン通信にもブームの萌芽があったように思う。2000年代の証券化バブルでは、その手前の2004～2006年にサブプライムローンが増加していた経緯がある。次なるブームは、手前の数年前に材料が何らかの話題になっている可能性が高い。だから、筆者は、現在の話題の中に、将来の楽観につながっていくテーマが必ず隠れていると確認する。具体的に考えると、2020年の東京五輪は、火が付きやすいテーマにみえる。新しいテクノロジーとして台頭しそうなIT（人工知能）、ロボット、自動運転車の普及は、「携帯電話の次のイノベーション」となりそうだ。また、米経済がTPPを軸にして、新しい貿易圏が取引を活発化させるという世界観も、域内投資を活発化させることでブームに化ける可能性が否定できない。筆者は、チャンスとリスクが入り混じった状態で、（1）東京五輪、それに絡んだビジネス拡大、（2）IT関連のイノベーションが生み出すブーム、（3）新しい貿易連携によって注目される国・地域の台頭、の3つが次の主役として、金融市場の話題になっていく可能性があるのではないかとみている。