

# 余剰マネーが減る世界

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

## 欧米金融政策の転換で余剰マネーは減少へ

米国の中央銀行であるFRBは、量的緩和政策(QE1～QE3)のもとで購入してきた国債などの再投資(満期償還金を国債などの購入に充てて、保有残高を維持することで市場の需給悪化による金利上昇を防ぐ政策)を、今後は徐々に減らす方針だ。これにより、FRBが保有している国債などの残高は減少していく。実質的には、満期償還金が再投資に回されない分だけ、資金が回収されていくことになる。

ユーロ圏の中央銀行であるECBも、来年からは量的緩和政策の規模縮小に踏み切るとの見方が強い。こちらは米国のように資金を回収するという意味ではないが、資金供給ペースが減っていくことになる。

これらの政策により、リーマンショック後続いてきた“ジャブジャブ”の資金供給が常態となっていた時代が終わりを告げることになる。

## 投資家のリスク許容度に変化

マネーの余剰感が減少すると、投資家のリスク選好性に変化が出る可能性がある。過剰な資金供給が行われている下では、投資家のリスク許容度は高まりやすい。たとえば、株価は業績などから計算される適切な水準を超えて上昇しやすくなるはずだ。しかし、そうした寄る辺が無くなれば、リスク許容度は低下し、株価は行き過ぎた水準まで上昇しにくくなるだろう。米国では、主要株価指数のPER(株価収益率)は20倍前後と、正常とされる15倍程度を大幅に上回っているが、今後は徐々に低下していくと見込まれる。

このことは、株価が下落することを意味しているわけで

はない。過剰にマネーが供給されていた時代に比べて、上昇ペースが鈍くなる可能性が高まるということだ。

## 金利は上昇しやすくなる

機関投資家は、リスク許容度が高まったとはいっても、多くの資金を安全資産で運用することが多い。したがって、余剰マネーの多くは債券市場に滞留することになる。これにより、市場金利(債券利回り)が上昇しにくい環境が続いてきた。なかでも、将来の政策金利を織り込む度合いが大きい短期債利回りに、顕著にその傾向がみられた。

たとえば、すでに何度か利上げを行っている米国では、FRBが今後も緩やかながら継続的に利上げを行う方針を打ち出しているものの、金融政策の影響を受けやすい2年債利回りの上昇は限定的なものにとどまっている。リーマンショック前の資金供給が“正常”な時代と比べると、利上げ局面における2年債利回りと政策金利(FF金利)の格差は、異常なほど小さい。

しかし、今後余剰資金が減少していくと、債券市場にだぶついているマネーも減少していくため、短期債利回りの金融政策への感応度は高まっていくと考えられる。すなわち、利上げに応じた短期債利回りの上昇幅は、より大きくなる可能性が大きい。

これにより、実質短期金利差が変動要因となる為替市場にも変化が及ぼう。すなわち、利上げが今後も繰り返される米ドルは上昇しやすくなり、利上げが見込まれない日本円は下落しやすくなる。

中央銀行が資金供給という手綱を締めることで、金融政策の市場への影響度はリーマンショック前と同等の“敏感な”状態に戻っていくことになると考えられる。