

～膨らむ住宅とエネルギーへの期待と信用バブル～

小野 亮（みずほ総合研究所 主席研究員・シニアエコノミスト）

米国経済は長らくバランスシート調整圧力にさらされてきた。しかし住宅価格が上昇し、含み損から抜け出す住宅ローンが急増しており、調整圧力が大きく緩和し始めている様子がうかがえる。また「シェール革命」によって国内の原油・天然ガス生産が急増しており、今後その波及が期待されている。こうした中、雇用回復に向けて大規模な量的緩和策が推し進められているが、金融市場の一部にはすでに新たなバブルが膨らみ始めている様子もある。本稿では米国経済にみられる明るさとリスクについて解説する。

1. 住宅市場の回復

（1）上昇し始めた住宅価格

米国経済に、長い間待ち望まれてきた動きがみられるようになった。住宅価格の上昇である。

住宅価格を表す指標にはいくつかあるが、はじめに S&P ケース＝シラー指数をみてみると、米国の主要10都市圏を対象とした系列は2012年12月に前年比6%ほど上昇した。このうちサンフランシスコ（カリフォルニア州）、ラスベガス（ネバダ州）、マイアミ（フロリダ州）では10%以上の上昇率が確認される一方、ニューヨーク（ニューヨーク州）などでは低調な推移となっている。

ほかの住宅価格指標もみてみよう。米国連邦住宅金融局（FHFA）は、全米を9つの国勢調査地域（Census Division）に分けて住宅価格指数を発表している。それによれば、南はアリゾナ州から北はモンタナ州に至るロッキー山脈沿いの「山岳地域」や、ハワイ州やカリフォルニア州など5州からなる「太平洋沿岸地域」では、住宅価格指数が10%を超えて上昇している（図表1）。テキサス州を含む「西南・中部地域」とノースダコタ州を含む「西北・中部地域」でも、5%以上の住宅価格の上昇が確認できる。

このまま住宅市場に光が差し込み続けられれば、米国経済は大きな転換点を迎えることになる。

（2）マイホームの夢はまだ

過去2年間に新築の戸建て住宅は67万戸販売されており、住宅価格の上昇は住宅市場の需給改善を反映したものと考えられる。しかし、米国でマイホームの夢が再び叶うようになったわけではない。米国

の持ち家率は北東部を除けば低下傾向を辿ったままで（図表2）。

ここで過去2年間の住宅・世帯数の動きをみると、別荘なども含めた米国全体の住宅ストック数は97万戸増えている（図表3）。それだけ新たな住宅着工があったということだ。一方、空き家の数は62万戸減っている。両者を合わせると、新たに住宅に住み始めた世帯が159万戸分だけ増えたことになる。その内訳をみると、マイホームを持つ世帯（持ち家世帯）は20万世帯減少し、賃貸世帯が180万世帯増えている。また空き家の内訳をみると、販売用よりも賃貸用の空き家の減少幅が4倍も大きい。

つまり、米国では住宅が売れ、住宅価格が上昇するようになったものの、住む人を見るとマイホームの夢が叶わずに賃貸住宅に住んでいる、という状況なのである。この一見矛盾する状況は、「賃貸需要と投資需要という歯車が噛み合う形で住宅市場の回復が実現している」と考えると辻褄が合う。

景気回復が続き、就職や結婚などで新たに世帯を形成し住居を必要とする人々が次第に増えてきているのは確かだ。しかしマイホームを持つには、十分な自己資金と高いクレジットスコアという課題をこなす必要がある。米国では、借金の返済履歴などからクレジットスコアと呼ばれる個人の信用力を表す指標が作成されており、金融機関は重要な与信基準として利用している。

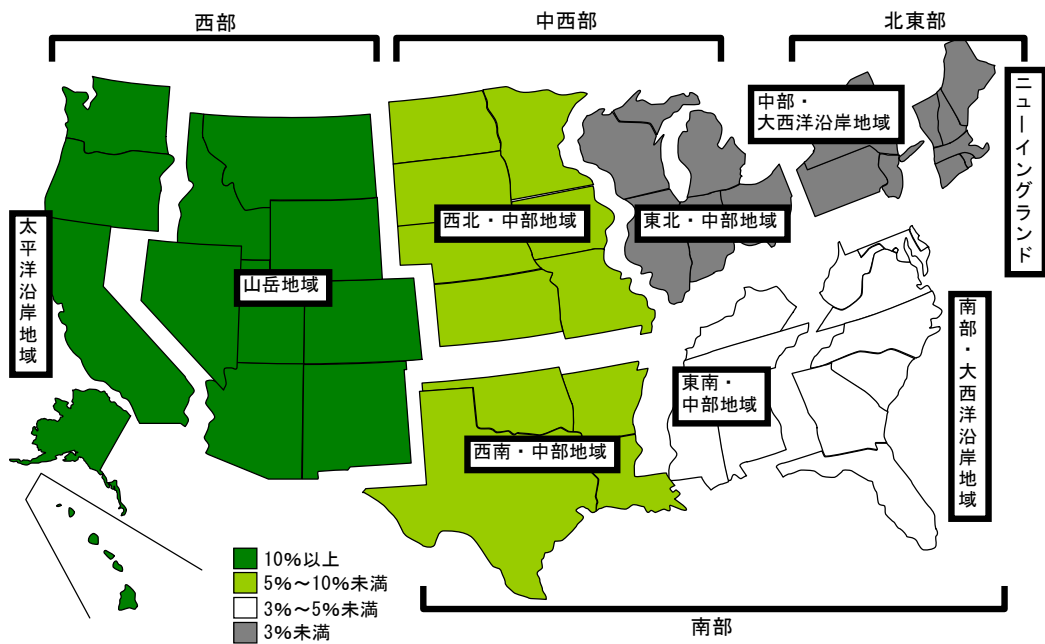
十分な自己資金と高いクレジットスコアは、中間層以下の人々には難しい課題とみられる。というのも、住宅バブル崩壊後の雇用や所得の低迷を考えると、十分な自己資金を用意できた人々は少なかっただろうし、銀行は与信基準を厳しくしたまま据え置

いているからだ。こうした結果、新たに住居を必要とする人々の多くが、賃貸市場に流れ込んでいると考えられる。

すると、住宅を購入しているのは、上記の制約を受けにくい人々、ということになる。容易に思いつくのは資金が豊富な投資家であり、彼らが住宅を購入し、賃貸に転用しているのだろう。歴史的な低金

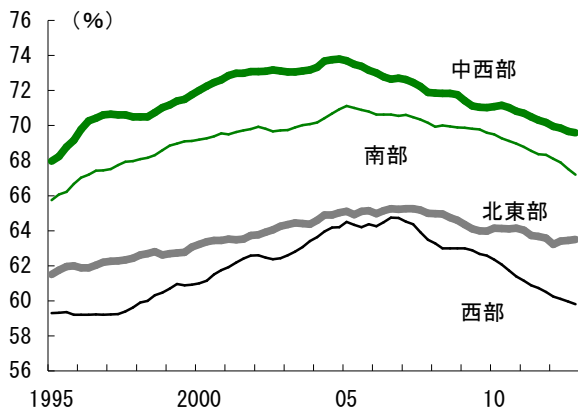
利、高い賃料収入の伸び、住宅投資の節税効果（住宅ローン利子控除や維持修繕費用の損金算入など）、将来のキャピタルゲインなど、住宅市場は資金の豊富な投資家にとって魅力的だ。こうした投資家には個人のほか、ヘッジファンドやプライベートエクイティ・ファンドなども含まれる。

図表1 地域別にみた米国住宅価格の動向



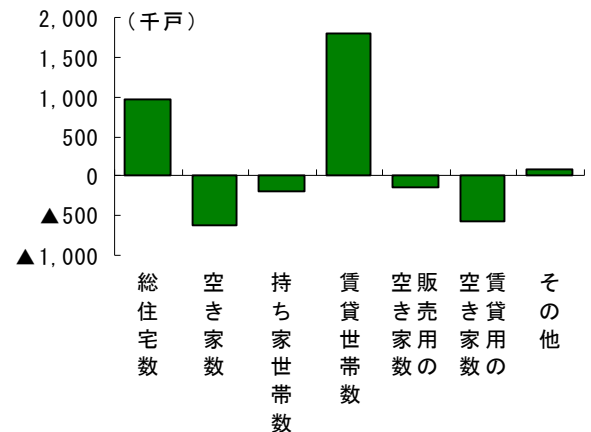
注：2012年12月時点の前年比上昇率。住宅価格上昇率の長期平均値はおよそ3%。
資料：米国連邦住宅金融局（FHFA）

図表2 地域別持ち家率の推移



注：非季節調整値の後方4四半期移動平均値。
北東部、中西部、南部、西部の区分は図表1を参照。
資料：米国商務省

図表3 住宅・世帯数の動向



注：2010年末から2012年末までの増減。
資料：米国商務省

(3) 含み損という重石からの解放

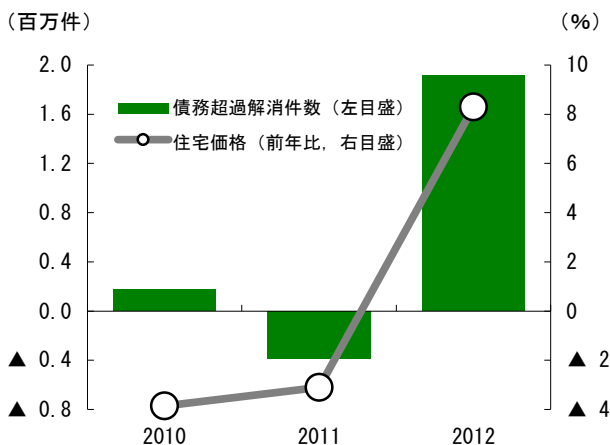
マイホームの夢が叶うようになったわけではないが、住宅取引が活発化し、住宅価格が上昇し始めたことは、米国経済にとって極めて重要である。

米国の民間調査会社コアロジック (CoreLogic) によれば、1,000 万件を超える住宅ローンが「含み損」の状態にある (2012 年 9 月末)。住宅ローン残高が担保住宅の資産価値を上回る「含み損」の状態にあると、借り手は住宅ローンの借り換えができず、高金利での返済を続けなくてはならない。

しかし住宅価格が上昇すれば「含み損」を脱する住宅ローンが増える。そうなれば住宅ローンの借り換えができ、歴史的低金利の恩恵がこれまで以上に経済へ広がっていく。コアロジックも、住宅価格の上昇が続いた 2012 年には 9 月までの間だけで 140 万件 (年率換算で 190 万件) の住宅ローンが「含み損」を脱したことを指摘している (図表 4)。

多くの家計が「含み損」を脱するほど、米国経済では金融危機後のバランスシート調整圧力が緩和することになる。先行きの所得に対する消費者の期待をみると、住宅バブル崩壊後は歴史的な弱さが続いている (図表 5)。こうした所得というフロー面の弱さがあるだけに、住宅というストックの価格上昇を通じた経済活動の好循環に期待が膨らむ。

図表 4 含み損を抱えた住宅ローン件数の変化



注：債務超過解消件数は前年末からの債務超過件数の減少幅。住宅価格 (前年比) は前年 12 月から当年 12 月の変化率。ただし、2012 年の債務超過解消件数のみ、9 月までの実績値を年率換算。住宅価格は CoreLogic 住宅価格指数 (非季調値)。
資料：CoreLogic

(4) くすぶる 2 つの懸念

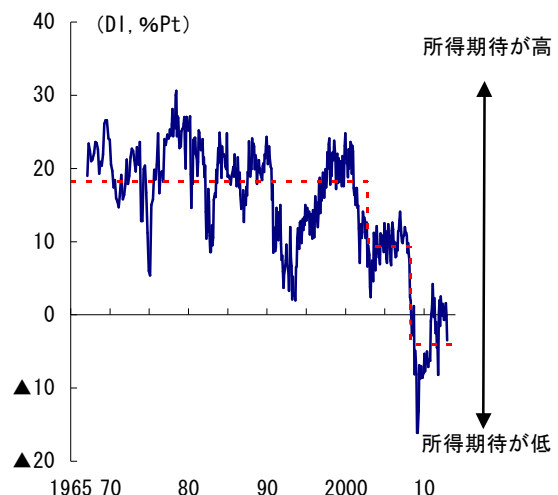
とは言え、住宅価格の先行きには 2 つの懸念材料が残っている。増税の影響と、銀行による住宅の差し押さえの動きだ。

まず増税については、2013 年から米国では資産取引に伴う収益に対して 3.8% の付加税 (メディケア税) が課されることになった。2010 年に成立した医療制度改革 (オバマケア) に伴う財源措置であり、オバマケア増税とも言われている。2012 年にみられた住宅販売の好調さが、オバマケア増税導入前の駆け込みによって嵩上げされているなら、2013 年には反動が避けられない。

次に差し押さえについては、米国の銀行は、住宅ローンの訴訟問題に伴う不透明感から、過去 2 年ほど差し押さえ物件の売却を抑えてきたということが指摘できる。昨年、訴訟問題には一定の目途がついたことで、今後、銀行による差し押さえ物件の売却が加速し、住宅市場の需給が緩む可能性がある。

連邦預金保険公社 (FDIC) によれば、米国の銀行が差し押さえた戸建ておよび集合住宅は 2010 年末の 166 億ドルから 2012 年 9 月末には 100 億ドルまで減っている (商業銀行と貯蓄銀行の合計。金額ベースのみで件数は不明)。このことは、差し押さえ物件放出の懸念を和らげる材料だが、「差し押さえ予備軍」の多さが気がかりだ。マイホームを持つ世帯の

図表 5 米国消費者の所得期待



注：半年後の所得が「増加する」と回答した割合と「減少する」と回答した割合の差。点線は 2 度の構造変化の前後における平均値。構造変化は統計的手法により抽出。

資料：Conference Board よりみずほ総合研究所作成

うち、住宅ローンの元利払いが90日以上遅れている世帯と、差し押さえ手続き中にある世帯を合わせると、2012年9月時点で300万世帯もいるのである。

2. シェール革命

(1) シェールの父

住宅市場に並ぶ米国経済の明るい話題と言えば、「シェール革命」である。シェール・ガスの商業的採掘の可能性に賭け、決して諦めようとしなかった1人の民間起業家と、長年にわたる連邦政府の研究開発への助成が、米国を天然ガス輸入国から輸出国へと変える「革命」をもたらした。シェール革命はシェール・ガスからシェール・オイルの生産へと広がりを見せ、国際エネルギー機関(IEA)は米国が数年後には中東のサウジアラビアを抜いて世界最大の産油国になると予測している。

はじめに、日本ではあまり語られることが少ないシェール革命の歴史を簡単に振り返ってみたい。

日本語で頁岩(けつがん)と呼ばれるシェールは、多孔質で固く、薄くはがれ易いという特徴を持った泥岩である。シェール・ガスやシェール・オイルとは、100万分の1ミリというその小さな穴の中に閉じ込められた天然ガス(エタン)と原油のことだ。

シェール革命は、ITバブル崩壊直後の2002年に、シェール・ガスの商業的採掘が成功したことから始まると言われる。成功したのはデボン・エナジーという企業だが、実質的には、同社が前年に買収したミシェル・エナジー社の成果だ。ミシェル・エナジー社の経営者だったジョージ・ミシェル氏は「シェール・ガスの父」(米フォーブス誌)として称えられている。

ミシェル氏は長年にわたってシェール・ガスの採掘に取り組んできた。失敗続きで、同僚や部下からは「止めてくれ」という声が絶えなかったという。

商業的採掘が成功しない理由は2つあった。1つは、シェール・ガスを蓄えている穴の大きさだ。ナノ単位という大きさのため、地下深くシェール層まで井戸を掘り進めてもシェール・ガスが自然に流れ出ることはなかったのである。これを解決する手段として開発されたのが、フラッキングと呼ばれる技術だ。極めて高い圧力をかけた水流によって地中のシェールを粉砕し、シェール・ガスが流れ出る流路を確保する。

2つめの課題は地層中の水だ。フラッキングによ

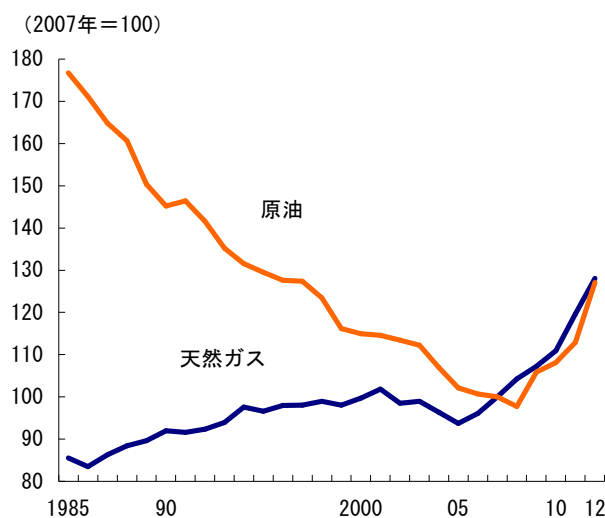
ってシェール・ガスを取り出す際、水を多く含んだ帯水層と呼ばれる地層まで影響が広がると、帯水層から不必要な水が流出し、シェール・ガスの採取に支障をきたしてしまう。そのため従来は、固く水を通しにくい石灰岩の地層に守られた狭い範囲で井戸を掘るしかなかった。これでは地下に眠るシェール・ガスを大量には採取できず、採算がとれなかったのである。そこで開発されたのが、地下で水平方向に井戸を掘る「水平坑井」と呼ばれる技術だ。

2つの技術を組み合わせることを思いついたのがミシェル氏と言われている。帯水層からの水の流入を防ぎながら、広範囲にわたってフラッキングを行えるようになり、シェール・ガスの商業的生産が始まった。さらに、これらの技術に加えて、地下の状況を的確に監視するためのモニタリング技術の開発・進歩も、爆発的なシェール開発を促進する要因となった。

連邦政府がシェール革命に果たした役割については2012年の大統領選でも話題になったほど、意見が分かれているようだ。ただミシェル氏に近かった関係者は、ミシェル氏の業績が多大なことは間違いないが、同時に、長年にわたる米国エネルギー省の研究や助成がシェール・オイルの開発に役立ったことは事実と述べている。

米国で最初のベンチャーキャピタルが、地域経済の未来に危機感を抱いた産学官の連携によって生まれたのと同様、シェール革命もまた民間と政府の力がうまく結実したものと言えそうだ。

図表6 米国内の天然ガス・原油生産



注：天然ガスの2012年実績は11月まで。

資料：FRB

(2) 原油・天然ガスの国内生産拡大と波及

シェール革命によって、米国内の原油・天然ガスの生産量は近年急増している。天然ガスの生産は2005年、原油は2008年が分水嶺である(図表6)。

生産量の拡大によって市況に影響が出ているのは天然ガスだ(図表7)。天然ガス価格は2000年代半ばにかけて急騰したが、シェール革命による生産の急増によって半値以下に下落した。いまや採算ラインギリギリとも言われる。一方、原油価格は、中東情勢の緊張などから国際的に高値が続いている。このためシェール・ガスからシェール・オイルへと生産をシフトさせる動きがみられるようだ。

シェール開発に沸くノースダコタ州やオクラホマ州、ルイジアナ州、テキサス州などでは失業率の低下など地域経済への波及がみられるが、米国経済全体への波及はどうだろう。

天然ガス・原油の生産量は40年ぶりの高水準だが、これらの掘削業を含む鉱業部門全体でみても、過去2年間における実質GDP成長率への寄与は年率換算で0.1%に満たない。天然ガスや原油だけでは付加価値が低いからだ。

しかし産業界への恩恵を軽視すべきではない。たとえば米国の石油化学製品の生産コストは、シェール革命によって中東並みになったという報告がある。また原油価格が高止まりし、世界各国が安定かつ安価な電力の調達に苦慮するなかで、米国の産業用電

力料金は2008年以降、横ばいに留まっている(図表8)。石油から天然ガスへの燃料シフトによる効果とみられ、米国の産業は電力コストという面で相対的に国際競争力を高めていると言えるだろう。

(3) シェール革命がもたらす未来

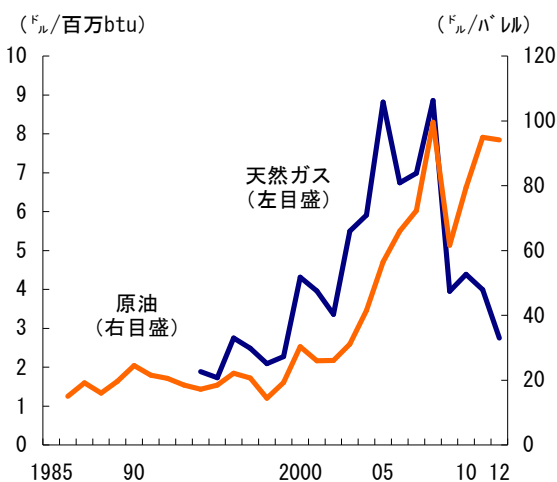
シェール革命は今後も米国に明るい未来をもたらすのか。前述した原材料やエネルギーコストの低下による産業競争力への影響や、貿易収支改善への期待は膨らむ。特に貿易収支については、シェール革命によってアメリカのエネルギー輸入が大幅に減少すれば、グローバルなマネーフローや米国の通貨政策の変化、あるいは中東との関係といった安全保障の面にも影響をもたらすとして注目されている。

確かに、米国のエネルギー情報局(EIA)によれば、米国は2019年には天然ガスの輸出国になるという(2012年11月発表の中期予測)。前述したように、米国が世界最大の産油国になるという予測もある。

しかし、エネルギー輸入の大半を占める原油についてみると、EIAの予測では米国は純輸入国のままだ。というのも、米国では原油の消費量が生産量の2倍ほどもあり、シェール革命でさえ消費量の大きさにかなわないからだ。EIAの予測では、原油の純輸入量が目に見えて減るのは2012年までのことで、今後はほぼ横ばいの推移が見込まれている。

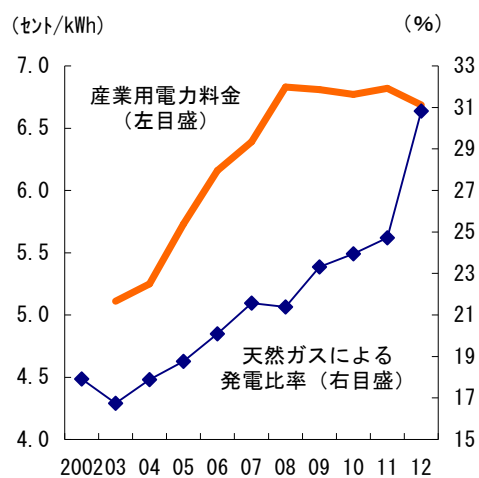
EIAの原油生産予測は、2013年に入ってから上方

図表7 天然ガス価格と原油価格



注: btu=英熱量単位。
資料: EIA

図表8 米国の産業用電力料金と天然ガスによる発電比率



注: 発電比率は非産業用を含むベース。
資料: EIA

修正されているため、原油の純輸入量の予測値も今後変更される可能性は否定できない。しかし、安いガソリンが安心して手に入るようになれば「ガスガズラー」(gas guzzler) と呼ばれる大型ピックアップトラックが増え、原油消費量がかえって増加する恐れがある。実際、今年1月のデトロイトモーターショーは、スポーツカーや米国市場向けに開発された大型ピックアップトラックが主役だった。

見方を変えると、シェール革命がもたらす貿易収支への影響に関して注目すべきは、米国内の原油消費を左右する自動車の燃費規制や新技術の動向と言えそうだ。

米国政府は昨年8月、2025年までに自動車の燃費を現在のほぼ2倍に引き上げる新たな規制を発表している。さらにオバマ大統領は1期目に叶わなかった気候変動対策に再チャレンジしようとしており、今年2月の一般教書演説では「ガソリンを一切使わない自動車の研究開発」を支援する方針を打ち出している。

3. 金融緩和はいつまで続くのか

(1) FRBに課せられたデュアルマニデート

住宅市場の回復やシェール革命は、米国経済の成長力を根本から高める可能性を秘めている。もしこれらの好循環が続けば、米国の金融緩和策は大きな転換点を迎えることになる。それは為替相場を通じて日本経済にも大きな影響を及ぼしうる。

そこで最後に、米国の金融政策がどのような判断に基づいて運営されることになっているのか、その基本的な仕組みを振り返りながら、今後について考えよう。

FOMC (連邦公開市場委員会) には、連邦準備法という法律によって3つの使命が課せられている。①最大限の雇用、②安定した物価、③低めの長期金利というものだ。このうち③については従来から「①と②の両立によって達成される」という考え方があり、通常は①と②が「2つの使命」(デュアルマニデート)として注目されている。

2012年1月、長らく議論の的となってきた「デュアルマニデートの定量的表現」という問題に終止符が打たれた。FOMCは、長期的に安定した物価とは2%のインフレ率を指し、最大限の雇用とは5.2%~6.0%の失業率を指すと表明したのである。

なお翌2月には、FOMCを追いかけるようにして

日本銀行も「中長期的な物価安定の目途とは2%以下のプラスのインフレ率で、当面は1%が目途」という考え方を表明した。その後、安倍新政権下で最初に開催された金融政策決定会合(2013年1月)で「物価安定の目標は2%のインフレ率」に修正した。

(2) ゼロ金利解除の3つの鍵

米国の政策金利はフェデラルファンド (FF) 金利と呼ばれる翌日物金利であり、FOMCは0~0.25%の範囲にFF金利を誘導するという政策(以下ゼロ金利政策)を2008年12月から続けている。

ゼロ金利政策の継続期間(日本では時間軸と呼ばれる)について、FOMCは当初「しばらくの間」「長期にわたり」という定性的な表現を用いてきた。その後、2011年8月に「少なくとも2013年半ばまで」ゼロ金利政策を続けるという「暦ベース」の時間軸が採られるようになり、さらに2012年12月には以下3つの条件が満たされる限り、ゼロ金利政策を続ける方針が示された。

- ① 失業率が6.5%超
- ② 1~2年後のインフレ予測値が長期インフレ目標から0.5%超とならない(つまり2.5%以下)
- ③ 長期インフレ期待が安定

6.5%という失業率と2.5%というインフレ率は閾値(いきち)と呼ばれているが、失業率やインフレ率が閾値を超えたらゼロ金利政策が即解除されるわけではない点に注意が必要だ。①~③のいずれかが満たされない場合に、ゼロ金利解除の「検討に入る」ことが表明されているに過ぎない。

定量的な閾値が導入されたことにより、最初の利上げ時期は、FRB(連邦準備制度理事会)や金融市場参加者自身の経済予測から容易に推測することができるようになった。

民間の金融市場参加者は、日々明らかになる経済指標を使って米国経済の先行きを予測し、失業率とインフレ率が閾値に到達するタイミングを見極めることができる。従来と比べてFOMCの判断を待つ必要が薄れたのである。一方FOMCは、もし自分たちの経済見通しが民間見通しと大きく異なる場合(したがってゼロ金利解除の検討時期も大きく異なる場合)、これまで以上に大きな説明責任を負うことになった。FOMCと民間との間に、経済予測を巡る緊張感が醸成されていくわけだ。

2012年12月に公表されたFOMC参加者らの2015年までの経済見通しによれば、見通し期間を通じて

インフレ率が 2.5%を超えることはないが、失業率は 2015 年終盤には 6.5%を下回るようになる(図表 9)。つまり、彼らの予測に従えば、「ゼロ金利解除の検討が始まるのは 2015 年終盤」と考えることができるわけだ。今後、FOMC 参加者の経済予測が変わっていくのかどうか、民間のコンセンサスの動向も含め、注目が集まる。

(3) 曖昧さが残る QE3 の運営

一方、量的緩和策 (QE3) の運営には曖昧さが残されている。

FOMC は現在、1 カ月あたり 850 億ドルの米国債等を購入しており、FRB のバランスシートは 2013 年 1 月下旬に 3 兆ドルを超えた(図表 10)。金融危機が発生した当初は、短期金融市場への資金供給という目的から FRB による「融資」がバランスシートを拡大させたが、その後、短期金融市場が落ち着きを取り戻すにつれて、景気刺激策として「債券」を買い入れる量的緩和策へと比重が移っている。

QE3 の運営については、2 つの評価軸が示されている。第 1 の評価軸は「労働市場の大幅な回復を示す動きがあるかどうか」である。FOMC は、失業率、非農業部門雇用者数、労働時間、労働参加率などの雇用関連指標に加えて、これらの先行指標となり得る需要や生産など幅広い経済活動に目配りする方針だ。

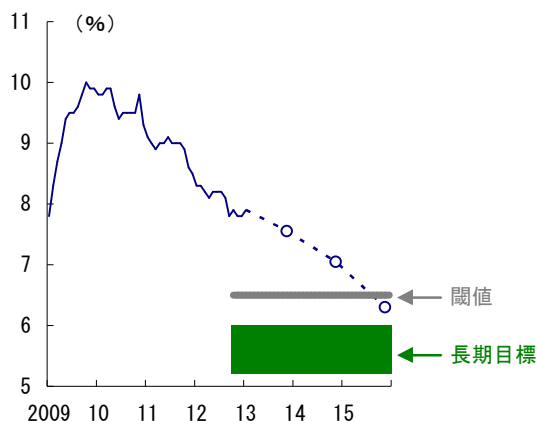
第 2 の評価軸は、FRB がバランスシートを膨らませるに伴う意図せざる副作用やリスクの度合いであり、FOMC は QE3 による追加緩和のメリットと比較考量する方針だ。中央銀行による大規模な債券保有がもたらす副作用やリスクには、次のようなものがある。第 1 に、将来、急激な金利上昇を招くことなく政策金利の引き上げやバランスシートの縮小が図れるのか、という出口戦略に関わる問題だ。第 2 に、中央銀行のプレゼンスが大きくなり過ぎると、債券価格や金利が歪められ金融市場の実体が捉えにくくなってしまいう問題が挙げられる。第 3 に、中央銀行が保有する債券の価格が下落し、中央銀行が多額の損失を被るリスクである。

第 1 の評価軸だけなら、政策金利運営に関わる関値のように、QE3 についても「7%の失業率」や「半年にわたる毎月 20 万人を超える非農業部門雇用者数の増加」などを、QE3 の縮小・停止のメルクマールにすることが可能だろう。しかし第 2 の評価軸に関して QE3 の副作用やコストを定量的に示すことは極めて難しい。つまり、QE3 の先行きについては、金融市場参加者はバーナンキ議長をはじめとする FOMC 参加者の声に耳をそばだてなければならない状況が続くと考えられる。

(4) すでに膨らみ始めたバブル

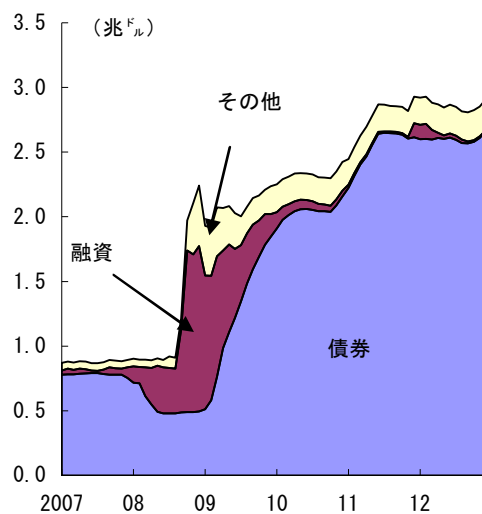
FOMC が長期にわたって金融緩和を続ける中、

図表 9 失業率と FOMC 参加者の見通し



注：実線は実績。○印と点線は FOMC 参加者の見通し。
 灰色の太線は閾値 (失業率=6.5%)。
 緑色の網掛けは労働市場に問題がない場合の
 長期的な失業率 (5.2%~6.0%)。
 資料：米国労働省、FRB (2012 年 12 月見通し)

図表 10 FRB のバランスシート



資料：FRB

2012年には気がかりな動きも出てきた。新たなバブルが膨らみ始めている様子がかがえるのである。

FOMCのメンバーの1人、カンザスシティ連銀のジョージ総裁は、長年にわたる銀行監督の経験を持つ。そのジョージ総裁が2013年1月のFOMCで、金融不安定化への懸念を理由に反対票を投じた。FOMC前に行った講演では「債券、農地、レバレッジド・ローン（投資適格未満の企業向け融資）などの資産価格が歴史的にみて高水準にある」と指摘し、「資産価格の急激な調整が起きれば、雇用を不安定化させる」と述べている。

実際、カンザスシティ連銀の管轄地域では、農地価格が2年続けて20%以上上昇している。総裁は「雇用と安定的な経済成長という長期目標を達成する上で金融の安定が不可欠であり、金融安定化は中央銀行が最も重大な関心を持って臨むべき課題」と言う。

報道によれば、ジョージ総裁はこの講演後の質疑応答で「債券バブルの兆候はあるのか」と問われ、「それは分からないが、状況を注視する必要があるのはそのためだ」と答えたという。しかし総裁の懸念が杞憂ではないことを、スタインFRB理事が明らかにした。

スタインFRB理事は今年2月に行った講演で、ジャンク債（投資適格未満の社債）、レバレッジド・ローン、Payment-in-kind債（現金での利払いに替えて新たに発行する債券を充当できる債券）、コブライト・ローン（貸し出し条件が甘い融資）、ディビデンド・リキャップ（配当のための負債調達）などの新規組成が2012年に加速したことを取り上げた。これらの中には住宅バブル崩壊前の2007年頃の水準を超えるものすらあり、「企業向け信用市場ではかなりはっきりと“利益追求”（reach-for-yield）の動きがみられる」と指摘した。低金利の下でハイリスクな金融商品への投資が増えている、という意味だ。

（5）バブルを運ぶ“ピークル”

こうした動きがリーマン・ショックのようなシステミック・リスクをもたらすかどうかは、バブルが短期金融市場とつながりを持つかどうかにか左右される。リーマン・ショックという歴史的な金融悲劇は、サブプライム住宅ローンがいつのまにかABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）という安全な短期債券の担保となり、レポや証券貸借という短期金融市場に忍び込んだことで起きた。安全とされていたABCPの正体がサブプライム住宅ローンである

ことが判明していくにつれて、不安が高まり、あってはならないシステミック・リスクが現実となったのである。

高リスクの社債を担保としたレポ取引の割合は現状では低く、システミック・リスクの懸念は小さいようにみえる。しかしスタインFRB理事は、次のバブルでは新たな金融商品が危機の媒介役（ピークル）になり得ると警告を発している。ミューチュアルファンドやETF（上場投資信託）といった、即日換金可能なエクイティ関連商品が、ジャンク債等を投資対象にすれば、先の金融悲劇と同じことが起こり得るのである。こうしたエクイティ関連商品の残高が金融危機後、右肩上がりが増え続けていることが懸念されている。

（6）バブルと金融政策

スタイン理事の主張で興味深いのは、「統計で確認できる動きは限られる」という現実主義だ。つまり、特定の金融市場で不穏な動きがあったとすれば、その市場を危険と見なすよりも、「冰山の一角」として監視の目を広げるべきだという。

さらにもう1つの興味深い主張がある。クレジットスプレッド（社債利回りと国債利回りの格差）に反映されるような「投資家のリスク許容度」よりも、「見かけの会計利益を嵩上げして報酬を高めよう」という「金融市場参加者の行動原理」が、バブル醸成に大きな役割を果たすという見方だ。債券市場で高リスクな社債の発行が急増しているのは、そうした行動原理に従う金融市場参加者が増えているためではないかという。

歴史を振り返ると、バブルの芽はいつも軽視されがちであり、警戒すべきと気づいたときには時すでに遅い。雇用の本格回復のために金融緩和の継続が不可欠とみられる中で、新たな金融取引の動きにも警戒が必要と思われる。

プロフィール

おの・まこと

みずほ総合研究所 調査本部 市場調査部 主席研究員・シニアエコノミスト。1990（平成2）年東京大学卒。富士総合研究所入社、ニューヨーク事務所勤務、現みずほ総合研究所との合併、横浜市立大非常勤講師などを経て現職。著書に『ブッシュのアメリカ改造計画』（共著、日本経済新聞社）等。メディアへの寄稿多数。