

欧州債務危機への対応と「逆利回り革命」の持続性

2012年7月9日

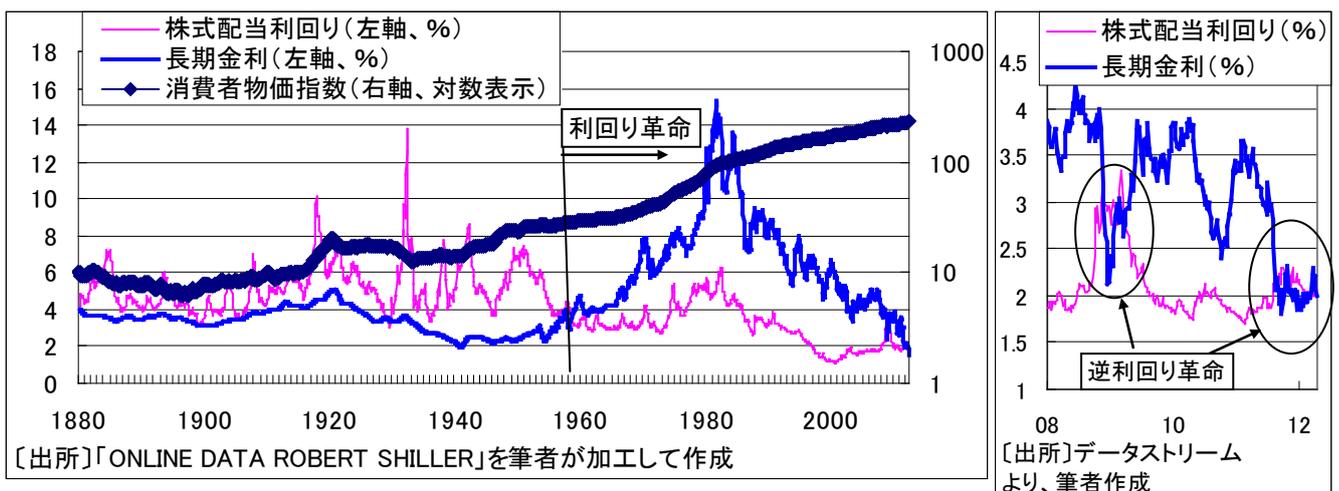
アセットマネジメント部

チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

koichi.kurose@resonabank.co.jp

1970年頃を境に世界的に株式の配当利回りは、それまでとは逆に、長期金利（ここでは国債10年金利で統一する）を恒常的に下回るようになった（株式配当利回り<長期金利）。この現象は「利回り革命」と呼ばれる。ところが2008年の9月のリーマン・ショック後に、しばしば株式の配当利回りが長期金利を上回る現象が起きるようになった（株式配当利回り>長期金利）。この現象は「逆利回り革命」と呼ばれている。図表1、2は米国のこれらの状況だ。図表3は、米国、日本、ドイツの両者の差を見たものだ。

図表1、2 米国の長期金利、株式配当利回り、物価の超長期（約140年）と近年（約2年）の推移





図表3 米国、日本、ドイツの長期金利マイナス株式配当利回り

1970年頃を境に利回り革命が起きた背景として、戦後の各国政府が恐慌を回避する仕組みの構築に成功したことがあげられる。恐慌は、数量と価格のスパイラル的な収縮で、特徴は物価の下落(デフレ)だ。図表1から、デフレが戦前は頻繁に、しかも10年単位の長期にわたり起きていたことが確認できる。各国政府が恐慌回避の仕組みを構築したことで株式投資のリスクが軽減されたことが、利回り革命の背景にあると考えられるのである。筆者の計算では、米国株式の配当込みのリターンのボラティティは、利回り革命が起きた1970年前後を境に大きく低下している。また、以下の述べるデフレ防止のための様々な政策が、経済にインフレ圧力をかけたことが長期金利の押し上げ要因になったと考えられる。

各国政府が恐慌回避の仕組み構築に成功した主な要因は以下だ(注1)。

- (1) 財政政策を使う景気対策がタブー視されなくなった
- (2) 不可逆的な物価上昇を可能とする貨幣制度(金本位制から管理通貨制度へ)が採用された
- (3) 中央銀行の最後の貸し手機能が強化された
- (4) 預金保険、社会保障、公的使命を持つ私企業の救済制度(公的資金注入)、等の制度が充実

(1)は総需要管理政策と呼ばれ、特に不況期の財政政策は景気を押し上げる効果を持つ。近年では2008年9月のリーマン・ショック後に各国で採用された財政政策が代表例だ。当時はGDP比2%を1つの目処とする財政政策がロンドンG20で話し合われ、各国が採用した。近年の日本では毎年30~40兆円の財政赤字が景気を下支えしている。(2)は米国が金本位制を離脱して管理通貨制度(注2)に移行した1971年のニクソン・ショックで決定的となった。当時は、米国以外の多くの国は米ドルの外貨準備を根拠に自国通貨を発行したので、米ドルの金本位制離脱は、世界のほとんどの国が金本位制から離脱したことを意味した。物価が世の中に存在する物資の物量と貨幣量の相対比率で決まると考えれば、貨幣量を産金量などに制約されずに操作できる管理通貨制度の下では、不可逆的な物価下落は起こりえない(注3)。図表1で物価動向を見ても、1960-70年頃を境に物価下落が起こらなくなったことが確認できる。(3)と(4)は公共政策としてのセイフティーネットだ。

問題は、逆利回り革命がリーマン・ショック後の不安定な金融経済情勢を反映した一時的なもので、短期間で収束するのか、それとも利回り革命のように長く続くのかだ。そのカギは、利回り革命を触発した(1)から(4)の4つの要因が今後も機能して、政府が恐慌を回避できるかどうかにかかっている。

る、と見てよいのではないか。

足元の状況は各国で様々だ。ここではまず米国と欧州を概観し、最後にデフレの日本について触れる。

米国の体制は、少なくとも短期的には問題ない。(1)の財政政策は2013年以降に取り組む予定ではあるが、これまで減税を度々延期して財政再建を先送りした実績からすれば、また先送りとなる可能性はあるだろう(注4)。(2)に変更はない。(3)と(4)は、リーマン・ショック後の金融機関への公的資金注入の反省から制約はあるが、短期的に問題となる可能性は低い。総合すると、恐慌回避の仕組み構築に成功した主な要因が、少なくとも短期的には活着していると考えられる。

問題は欧州だ。(1)の財政政策は、経済成長見通しがマイナスであるにもかかわらず財政政策と反対の財政再建に取り組んでおり、機能していない(注5)。(2)について、貨幣制度に変更はないのでハイパワードマネーに変化はない。しかし、銀行の自己資本比率規制の強化は、預金通貨量の減少を招く可能性が強い。IMFの試算では2013年までに標準シナリオで2.6兆ドル(総資産費7%)も資産が減少すると見込まれている(注6)。(3)については、ECBはユーロ圏各国の利害が絡むため、特定国の特定銀行への資金供与には制約がある。日銀特融に相当する危機対応策は存在しない。(4)について、銀行への公的資金注入の制度はESMなどで整備されている。しかし、現実には、他国を支援することに対する財政の豊かな国の民衆レベルの拒否反応、などが障害となっている(注5)。総じて見ると欧州では恐慌回避の仕組みが揺らぎつつある。

現代のグローバル化した経済では、世界の経済情勢は収斂する。結論だが、近年しばしば現出する逆利回り革命は、欧州で金融危機対応が進まず、世界が欧州発の恐慌に至るリスクを織り込んでいると考えられる。逆に言えば、欧州各国政府が恐慌を回避する仕組みを再構築できれば、その後は元の利回り革命の状態に回帰すると考えられる。

最後になるが、日本では2007半ば以降、恒常的に逆利回り革命の状態が続いている。背景には、デフレ、機関投資家による株式の売却圧力、などがあると考えられる。特にデフレであるにもかかわらず、短期金利が名目金利ゼロの壁でマイナスとなり得ないことが、長期金利の高止まりに繋がっていると考えられる。長期にわたりデフレが続いた事実は、要素価格均等化の側面があるとはいえ、不可逆的な物価上昇を可能とする貨幣制度(管理通貨制度)が活かし切れていない面があることも示唆すると考えられる。

以上

(注1) ここでは、故侘美光彦元東京大学名誉教授の著書を参考とさせていただいた。

(注2) 銀行券は、管理通貨制度への移行により、金や銀など貴金属との交換を約束された兌換券から、確たる裏づけのないペーパーマネーへと移行した。

(注3) 金本位制の時代には、金山が発見されると景気が良くなり、途絶えると景気は停滞した。しかし、管理通貨制度の下では、景気が産金量に左右されることはほとんどない。尚、日本の90年代以降のデフレについては、筆者は要素価格均等化の側面を持つ例外的なものだと考える。要素価格均等化とは、賃金や地価が国際価格に収斂する現象だが、これらの価格が日本は相対的に高い。したがって、調整のための価格下落を余儀なくされたことの貨幣的表現がデフレだと考えられる。

(注4) 減税延長の実例は、2010年の中間選挙後のレイムダックセッションで決まったブッシュ減税の2012年末までの2年延長、2011年末の期限を今年末まで1年延長した給与減税、などだ。今年11月に大統領・議会選挙があるが、これまでと同様に、その前後にある程度の減税が延長されると見られている。この動向は非常に重要であり、今後必要に応じてレポート等で取り上げる。

(注5) 6月29日のEU首脳会談では、インフラ整備に1200億ユーロを投入する成長・雇用協定、ESMが銀行

監督の一元化を条件に個別銀行に直接資本注入するスキームの創設で合意した。恐慌回避の仕組みとしてはまだ十分ではないと見られるが、少なくとも短期的には時間稼ぎの効果があると見られる。

(注6) IMFレポート 8 ページ <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2012/01/pdf/c1.pdf>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はリそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。