

## ストラテジーブレティン (79号)

## 「ブラックスワン」対中央銀行、見劣りする日銀

ベン・バーナンキ FRB 議長とマリオ・ドラギ ECB 総裁は無尽蔵の弾丸により、「ブラックスワン=貨幣偏愛」を殺すために立ち上がった。Don't fight the Fed (Fed と闘うな)、投資家はリスクテイクの潮流に逆らうことはできないだろう。但し白川氏は及び腰、敵も鮮明でなく日本の独り負け形勢 (円高デフレ) からの転換はぼやけたままである。

## 無尽蔵の弾丸を撃つ FRB、ECB 中央銀行

9月13日、米国中央銀行 (FRB) は QE3 に踏み切った。毎月 400 億ドルの MBS (不動産担保証券) を無期限で購入するというもの、資産価格引き上げを通して雇用と経済の持続拡大を果たすという覚悟が鮮明である。QE3 は先行する QE1、QE2 とは決定的な相違がある。第一に QE1、QE2 は買い入れ資産規模が決められていたが、今回は無制限、第二に QE1、QE2 はデフレ陥落の危機に対する防御が第一義であったのに対して、QE3 はデフレリスクが十分低下しているのに実施しているという点である。図表 1 に見るように、QE1、QE2 は米国の期待インフレ率 (10 年国債利回りー物価連動 10 年国債利回り) が急低下した時に実施されているが、今回はそれが十分上昇している局面で実施された。つまり QE3 はデフレ防衛という受け身ではなく、雇用回復という目的に対して攻撃的スタンスに立っている。その最初の恩恵は住宅需要回復、住宅価格の回復となって現れるだろう。

図表 1：米国の期待インフレ率  
(10 年国債利回りー物価連動 10 年国債利回り)



9月6日、ECB 理事会も ESM (欧州安定メカニズム) への支援要請などを条件に、無制限の OMT (Outright Monetary Transactions、南欧諸国国債買い入れ) を決定した。それはユーロ危機の根底にあった、「ブラックスワン・シナリオ」(=恐怖の増幅によるシステム崩壊の可能性) を排除し、市場心理を根本転換させると予想される。2010年以降のユーロ危機は、南北間の不均衡と南諸国の放漫経済 (低生産性・財政赤字) といったファンダメンタルズだけではなく、ユーロ崩壊必至と決めつける投機家の喧伝によって、金融市場が事実上機能停止 (=「貨幣偏愛」の定着) したことによって起こった。OMT はそれに照準が合わせられている。

株式会社 武者リサーチ  
代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

直通電話 (03) 5408-6821

E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒105-0021

東京都港区東新橋 2-18-3

ルネパルティーレ汐留 901

### 「ブラックスワン・シナリオ」に対する戦い

リーマン・ショック以降、市場参加者は過剰なリスク回避に囚われてきた。100年に一度のはずの「ブラックスワン・シナリオ」が毎年現れるかのような想定にとらわれ、極端なリスク回避バイアス（「貨幣偏愛」）が強められていた。「貨幣偏愛」が放置されれば経済の崩壊は不可避となる。FRB、ECBはそれを主敵とするあからさまな作戦に乗り出したのである。そのタイミングが絶妙であった。6月のギリシャ選挙以降、大半の投資家の意表を突くサマーラリーがおり「ブラックスワン・シナリオ」が劣勢の局面で作戦は打ち出された。投資家はDon't fight the fedの格言通り、無尽蔵の弾丸を持つ中央銀行にチャレンジすることは困難になるだろう。6～8月世界の株式市場は悲観論が蔓延するなかでサマーラリーが展開された。10～15%の主要国株価指数上昇に対してヘッジファンドの運用成果は数パーセントと大きく劣後した。情報取得面での優位性の消滅、市場アクセスの優位性の消滅、金融技術活用優位性の消滅、などヘッジファンドの優位性が崩れた事が原因として語られた。それも一因だが本質的には投資家の相場観の大外れによるのではないかと。テールリスクの過大視である。ブラックスワンは100年に一度のもの、毎年は現れないのに、それが頻発すると悲観バイアスが喧伝され続けた。中央銀行が無尽蔵の貨幣発行をすれば「ブラックスワン・シナリオ」は回避できる、という事実を軽視していたと言える。

中銀政策の新時代が始まっている。第一に、セーフティーネット、金融危機に際しては最後の貸し手 (lender of last resort) ではなく、最後の買い手 (buyer of last resort) として振る舞う。第二に、流動性供給手段としては従来の銀行貸し出しを経由したのではなく、市場価格の引き上げ=リスクプレミアムの引き下げを通じた購買力の創造として遂行する、第三に、金融政策波及メカニズムの変化、資産価格上昇による資産効果、心理効果を重視する、というものである。それはバランスシートの拡大を通して行うため、ゼロ金利の下でも無尽蔵の弾丸を準備できる。

それにしてもバーナンキ FRB 議長は何故かくも果敢なのか、それは研究者としての信念によるものだろう。①資本剰余・労働剰余が空前に、②直接金融、シャドーバンキングの増大、という金融環境の変化に対応したものである。デフレは不可避といった敗北主義からの観念論的批判は、経済成長の実現を使命とする政策当局にとっての選択肢にはならない。

### 及び腰の日銀、スタンスの差、鮮明に

9月19日、日銀も資産買い入れを10兆円増額するという新たな緩和策を打ち出した。白川総裁は「欧米に比べて日銀が大胆さ、積極性で見劣りするとは思っていない」と強弁するが、無制限の弾薬という点でも、主たる敵「ブラックスワン=貨幣偏愛」を明示していないという点でもその臆病さは比較にならない。円高デフレの害悪に対する認識、日本のデフレは統計上、過少評価されているとの認識（渡辺務東大教授「物価統計の精度向上を急げ」9月13日経新聞経済教室）、過度のリスク回避により日本の金融市場が完全に機能不全に陥っている（空前絶後のリスクプレミアム）という認識が、著しく希薄と言わざるを得ない。円高デフレの脱却は緩慢で、資産価格上昇も米国やドイツに劣後することとなりそうである。

著作権表示©2012 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。