

かんぽセミナー

「迷走する世界の経済～リーマン・ショックの足音なのか?～」

BNPパリバ証券(株) チーフクレジットアナリスト 中空麻奈氏

平成28年7月28日

【中空】 ただいま大変すばらしい紹介をしていただきました。中空麻奈といいます。相当珍しい名前だと思うんですが、大中小の中に、天の空の空です。初めて中空という名前を聞いたという方もたくさんおられるんじゃないかと思います。父の出身は広島の因島というところですよ。村上水軍の末裔なんじゃないかと勝手に思っているんですが、かといって中空姓が因島にいっぱいいるわけでもありません。まあ、珍しい苗字でして、苗字で珍名さんランキングをとると1万9千何位、らしいんですよ。すごくレアな名前なので、以後覚えていただくとありがたいと思います。たまに「空」というのだけ覚えていて、青空だっけ、大空だっけと言われることもあるんですけど、中空ですよ。

今ここに来的时候に、ちらっとテレビが見え、高校野球の東東京大会の決勝が行われていました。ご興味がある方もおられるんじゃないかと思います。私は息子が2人おりまして、2人とも野球をやっています。下の子が今まだ現役の高校生なので、より興味を持って見えています。といっても、きょうまで残っているような強豪チームでは全然ありません。くじ運がよくて、1回戦勝ちだったんですけども、くじ運だけでして、結局2回戦敗退。要は、初戦で負けですね。まあ、毎年のごとく慣れっこですが、今年もそんな感じでした。その初戦も仕事がなかったら行くよなんて言っていたんですけども、仕事があったので行かなかったんです。でも勝ってくれれば、土曜日は行くからねと言っていたのに、やっぱり虚しく1回で終わった。2回戦って、2回戦でもというべきでしょうが、なかなか進めないということなんですよ。

余計な話は終わりにしまして、きょうは「迷走する世界の経済～リーマン・ショックの足音なのか」ということでお話したいと思います。実はこのタイトルを決めさせていただくとき、ちょうど伊勢志摩サミットのころでした。そのときに安倍首相が唐突に、今はリーマン・ショックぐらいだという話をしたと思うんです。何となく違和感があったので、あえて「リーマン・ショックの足音なのか」というタイトルにしてみた次第でございます。

また、きょうはこんなたくさんの方にお集りいただきまして、心からありがたいと思っています。お時間をいただいている間、全部フルに活用して前半と後半に分けてお話をしていこうと思っています。前半は日本の財政とか景況感の話、あるいはおそらく皆様ご投資もしておられるでしょうから、株の見通しとか、クレジットがどうなるか、そんな話をさせていただいて、後半は今、世界経済の中で気になるところ、欧州の金融機関なんかはまたリスクが高くなるんじゃないかと言われていますので、欧州や中国の話をかいつまんでいこうと思っています。以上の段取りで、前半と後半と分けてお話ができればと考えています。

1 消費増税の先送り決定と日本国債格付け

まずは、消費増税先送りの後の景況感を上げるために、景気対策をとりましょうという話をしていこうと思います。それと財政再建の話です。

景気を上げましょうということで、けさの新聞にも28兆円予算策定を決めましたと出ていたと思います。最近になって久しぶりに聞く真水というものも出ていました。金額ばっかり嵩んでも、その金額がちゃんと何かに投資されなければ、それは机上の空論の数字になってしまう。28兆円のうち、真水として使えるのは6兆円だと言われています。例えば、6兆円分の公共投資とか、いろいろなことでお金が回って行って、この分景気が上がっていくという見通しなのです。足元で28兆円という景気対策を打つということです。

ところで、消費増税が先送りになりました。そのときのことを少し思い出していただきたいんですが、安倍さんは何と言ったかという、財政再建の旗はおろさないと言ったわけです。財政再建の旗って何なのかを具体的にいうと、2020年のプライマリーバランスの黒字化でございます。

プライマリーバランスという言い方をするので、何となく面倒くさそうに見えますけれども、基礎的財政収支というものです。要は、日本の財政が2020年になったら黒字化するというのを目標にしていました。2018年にその中間目標として、プライマリーバランスの赤字を半減させるという目標を持っていたんです。

この2つの目標を何とか頑張りますとずっと言っていて、消費増税を先送りにしても、景気が少し落ちてても何とか頑張るんだと。だから、日銀は金融緩和をしているし、マイナス金利にまで突入しているわけです。マイナス金利というのは異常事態です。この異常事態をずっと続けて何をしているかという、日本が景気をよくするための素地を整えているはずなんです。

アベノミクスは、二度目の安倍政権スタート時点で、最初に言った3本の矢というのがありました。後でもう一回復習をしますが、3本の矢は果たして飛んだかどうか。1本目と2本目、金融と財政は頑張っているけれども、結局構造改革、3本目の矢が飛ばないとずっと言われています。

例えば、一億総活躍とか、女性の活躍とかいろいろなことを言われていますが、言っていることはいいことなんですけれども、どういう形でお金が動くのか、その結果、どういう経営強化の対策になっているのか、ちょっとわからないわけです。

そんな中で、でも、規制緩和をして、構造改革をして、素地を整えて、景気を上げていくよというのが安倍政権だったので、その言い方は正しかったわけです。イメージがよくて、雰囲気よくて、だから、何かやってくれそうな気がするという期待感でアベノミクスの後、株は上がったわけです。

期待値というのはすごく大事なものです。今は、期待値で割りといろいろなことが動いてしまいます。皆様も多分多くの方は株投資をしていらっしゃると思うんですが、最近株が難しいと思う理由の一つは、金融市場に参加している人たちがみんな金融政策を読みについていることにあると思います。例えば、29日、明日、日銀の金融政策決定会合がありますね。日銀は会合で何をやるんだ、どういう金融緩和を追加でやるんだとみんな読みに入ります。

そうすると、今はとても危険だと言えましょう。マーケットにいる私を含むアナリストやエコノミストという職業の人

たちは、明日は金融緩和をするべきでないという人としなければだめだという人と半分・半分、私は金融緩和とかはもうすべきでないと思っている派なんです、大きく分かれてしまっているのです。分かれているということは、期待感も分かれているので、どちらの方向に行くのか行方を見定めるのが難しいということになるのです。

私はもう1時間ほど前にオフィスから出ましたので、この間にマーケットで何か起こっていれば別なのですが、急速にマーケットがどちらかに傾くときがありますので、それには注意が必要です。例えば、明日金融緩和を絶対するぞと思わせる事象が何か起きていて、そちらの方向にポジションが傾いたとしたら、その時点で金融緩和がなされなければがっかりしてしまって、株価がドーンと落ちることになるわけです。

皆様も覚えていらっしゃると思うんですが、ブレグジットってありましたよね。イギリス国民が投票においてブレグジット、すなわちEUを離脱すると決めました。あのときもマーケットがあれだけ動いた理由は期待値だったと言えます。ブレグジットの数日前に女性議員が殺されてしまいましたよね。あれを受けて、これは絶対にEU離脱はしないであろうと、同情票も入って、残留するだろうとみんなが思ってしまったので、結局期待値がEU残留のほうに傾いてしまった。でも結果は離脱のほう、すなわち期待とは逆の方向に動いたのですから、余計感応度が高まってしまったのです。期待値の高まりを、我々が正確に読むのは非常に難しいので、期待値にかけて株とか債券投資をやるのは難しくなっていると言えるのではないのでしょうか。

ですので、きょう私が皆様に申し上げたいのは、こんなことがあると株価が上がっていく、あるいは、株価が下がってくるということについて、どういうチェックをしていけばよいか、です。そこら辺を頭の片隅に残して帰っていただけたらいいなと思っています。

期待値が大きいという話をしましたが、期待値の根本にあるのは、結局日本というのは立ち直るのかどうかという話だと思っています。先ほどご紹介いただいたように、私は財政審議会の委員というお役目をやらせていただいております。財政審議会というのは財務省傘下の委員会みたいなものなのですが、簡単に言えば、財政再建を目指していこうと考えている会なのです。

とても当たり前のことを申し上げますが、財政再建をするには、歳入を増やして、歳出を減らせばよく、財政赤字は徐々に修正されていくわけです。ですので、そちらの方向にもっていきましょうということをいろいろな側面について、淡々と議論しているのです。後でご紹介したいと思いますが、まずは格付けから考えてみたいと思います。日本国債に格付けが付いていますよね。日本国債の格付けの観点からいっても、借金は減らしたほうがいいに決まっているわけです。では借金を減らしましょうということで、消費増税をどう捉えるかといったら、それはやらなければだめだという話になります。消費増税というのはやっぱり嫌ですよね。私も嫌だし、皆さんも嫌だと思うんですが、やらないと借金を返せないということだとすると、消費増税を先送りすべきではなかった。でも、今やっている28兆円に上る追加の経済対策というのはまだ財源が見えていないものも多くなっています。そうすると、今から財源を持ってこなければいけない。ますます借金が返せなくなってくるんじゃないかという状況にあるということなんです。

財政収支・債務残高の国際比較では、日本は、“ギリシャ”に比べてもまだまだ赤字が多い。財政収支というの

は債務残高と違って、フローの概念です。単年度の利益と見ていただければ結構です。債務残高はストックの概念なので、貯金がどれくらいあるか、逆にいうと、借金がどれくらいあるかという話になります。債務残高を対GDP比で見たときに、日本は大変高いことがわかります。

こういう議論をすると、実際、私はこういう議論を過去にも何回かさせていただいたことがあるんですが、何人かの方々から決まってお質問、あるいはそういう見方が欠落しているんじゃないかというお叱りを受けることがあるんです。何かというと、日本は資産を持っているということです。資産と負債という日本全体で見たときに、ほんとうにネットの負債というのはどれくらいあるんだという発想をしなければいけないんじゃないかというご指摘です。

でも、残念ながら私はこの債務残高に関する議論をする際には、資産をネットする必要がないと思っています。なぜかというと、日本が持っている資産は、例えば、外貨準備として保有している分は、中国国債とか、米国債とか、そういう外交上持っていたほうがいいものです。あるいは、今、為替介入というのは、とりあえずしないことになっているんですが、いざ為替介入が必要なお金には使わなければいけないお金、そういうものに置き換わっています。そのため、それを使って借金を返していいかという、それは違うということだと思います。

それ以外の多くの資産は山や港湾、あるいは道路になります。それらが、どんどん買われていっても困ってしまいますね。実際売ることもないです。そう考えると、日本国の資産にはほんとうに売れるものというのはあんまりないとも言えます。ですから、資産があるから負債だけを言うのは間違っているという考え方は、正しいとも言えず、日本のような国の債務をみる場合には、負債に注目していいということだと思います。日本の負債の状況とかは非常によくないわけですから、日本はここを減らしていかなければいけないというわけです。

続いて、日本のソブリン格付の水準をみると、相対的に格付が低いことが気になるところです。借金が増えてるので、その借金のことを考えると、当然格付は落ちます。格付は何で決まっているかというと、3年から5年先の借金を返す能力で決まってくるんです。3年から5年先に日本国は日本国の債務に対して返す能力があると考えた場合は、格付がトリプルAのほうに近づいていくし、そうでなくて、もしかしたら返せないかもしれないという状況だと、格付はどんどん下のほうに吸い寄せられていく状況になります。

当然ですけども、日本人としては格付を低くされていくのは不愉快ですよ。だって、日本人としては格下げされる程何かが変わった気もありませんし、実際、仮に借金を返す能力だけを格付であらわすのであれば、日本国債というのはトリプルAに近くていいと私は思っているんです。というのは、1回も借金を返さなかったことはないからです。過去の履歴というのは大事です。消費者金融なんかを借りる場合にも、過去何回お金を借りているかというのは履歴として残っています。日本でも、ソブリンでも同じで、一度でもお金を返さなかったことがあるという履歴は大変重くなってしまうわけです。

日本はそうではないので、格付が高くていいじゃないか。しかしながら、先ほど見ていただいたように、日本の借金は十分嵩んでいるわけです。皆様の周りの人たちの思い浮かべていただいて、あいつにだったらお金を貸せるけれども、こいつには貸せないと思う、その差があると思います。でも、あいつとこいつの差は何でしょう

か。たとえば、借金をたくさん抱えている人はやっぱり不安ですよ。いつ自分に返ってくるかわからなくなるからです。

借金がたくさんある場合、ものすごくお金を稼いでいることがわかれば話は別なんですけれども、そういうことが見えてこない場合や景気が落ちているような時には債務返済能力は落ちます。しかも、借金を返す気があるかどうかその意志が重要ですが、日本は消費増税の決定を2回も先送りして、何となくオオカミ少年のようになっているわけです。こうした姿勢をみると、借金を返す気があると言えるかという、借金を返す気なんてないと思えなくもないわけです。日本政府が日本国債、すなわち借金を返したいと思う意志こそが格付に反映されてくるので、消費増税先送りというのは当然ネガティブに働く。格付で言えば、下がっていく方向に働くものと言えます。

ただし、格付機関も民間企業です。格付をつけたい、日本で仕事をしたいという気持ちも働くので、過剰に格下げすることは考え難い。日本政府からいろいろなプレッシャーもあるんじゃないかという疑念もあります。この間、消費増税が先送りになったときには、格付が下がりませんでした。そのときの格付け機関のポイントは何かと言うと、消費増税先送りにするかわりに、景気をよくするということを信じましょうと言うことでした。格付機関は景気がよくなることを待っているわけです。そのため日本政府は景況感をよくするために今から景気対策を打ちます。先ほど28兆円の話をしたんですが、28兆円のお金を使ったところで、真水で出てくるのは7.5兆円です。限定的な予算とその使用でどこまで景気がよくなるかということです。

例えば、今、潜在成長率が1%を割っている日本が、どこまでかさ上げできるか。例えば、名目で3%、あるいはそれ以上の成長ができるかどうかです。昨日や今朝の新聞にも、財政再建はやっぱりできないという趣旨の記事の中で、日本の経済成長は、名目値で3%成長、実質で2%成長を前提にして、財政再建をするべくいろいろなシミュレーションをしていました。

でも、果たして3%成長できるのでしょうか。もうこの何十年という間、我々は1%成長に甘んじています。3%成長という無理やりのシミュレーションをしても本当に実現可能なのか、それを見極める必要があるということなんです。

私にはそろそろ経済成長ということ自体を諦めてもいいかなと言う気持ちもあります。正確には、諦めるというよりは現状維持に方向を変えてもいいかなと言う思いなのです。質の議論をどんどんして。どれだけみんなが幸せに、満足して生きていけるのかということのほうにそろそろ議論を変えていくタイミングなんじゃないかという思いがあります。

ところで、少し話しが飛びますが、次に、財政再建するにはどういう手段があるかということをごと少し考えていきたいと思っています。日本は、財政再建に関しては信号で言えば、黄色か赤、ではないでしょうか。ドイツは信号で言えば青です。イタリアは黄色、ギリシャは赤、こういうふうに分けができると思っています。

ドイツはほんとうにうまくやっています。ポイントがあります。ドイツがなぜ財政再建できたか。ドイツの財政再建が可能になった理由、あるいは成功した背景を利用して、それを日本にも適用すれば、日本の財政再建にも資

するのではないかと、ということだと思っています。

では、財政再建に関して、ドイツのどこが良かったかを見ていきたいと思います。まず、一番良かったところは、もう絶対に財政再建をやるということを憲法あるいは法律の中に書いてしまったということなんです。

日本は実は、2回目の消費増税は法律だったわけですね。景気条項が付かない法律ですら、簡単に変えてしまうような国なので、ドイツの憲法や法律の絶対感と同じようなものをつくらなければあまり効果がないのではとも思うのですが、ドイツはそれができたということです。ですから、もう憲法に書いてしまう。そうしないと、やらないわけにはいかないということにしたのがドイツに習うべきことのひとつです。

それからもう一つご紹介したいのは、予算の編成の仕方です。日本はこんなに賢い人たちがばかりが集まっている国なのに、何で債務がこんなに増えたんだろうと思いませんか。私はいつも不思議に思っています。日本みたいに狭い駅のホームに秩序正しくきちんと並べる国はそんなにはないわけです。それでも、債務は世界一ある。

何でこうなったのかと考えると、もちろん日本は幸せなことではあるのですが、高齢化が進んでいます。しかし、その割には子供が生まれてこなかった。人口構成に問題がありました。それ以外の問題としてあげたいのが、予算の編成の仕方というわけです。

日本は各省に必要な分の予算を申請させます。つまり、ボトムアップで今年は幾ら必要ですという予算の決め方をします。

ところが、ドイツはトップダウン、もともと幾らという予算があって、これをどうやって配分するかを決めていくんです。そういうやり方をすることで、財政再建をするための財政収支の黒字化が図られやすくなります。というのは、仕方ない、仕方ないと、日本はどうせ予算を決めても、また補正が打たれてしまうので、予算がどんどん水膨れしていくのですが、こうした予算の作り方をやめ、予算はもともと絶対にここまでしか増やしませんとドイツは決めたので、財政負担が膨張しなくなったんです。こうしたやり方も一つの縛り方であると思います。

さらにもう一つ指摘したいのは、経済の見通しの立て方です。保守的だということです。ドイツは研究所や5賢人委員会など、いろいろな機関が精緻な予測を立てます。期待で予測をしない。現実に近いシナリオを立てる。結果、今までドイツ政府が使ってきたシナリオは実績値とほとんど一緒で、差が出ないんです。

先ほど申し上げたように、日本はそこまで成長するとは思えないのに、3%成長を前提にしているものですが、そこで未達になると、当然差が出てきてしまう、赤字になってしまうわけです。3%成長するつもりで歳出の予定を立てますけれども、歳入が伸びないからですね。だから、必ず赤字が出てしまう。その赤字について、はい、補正って、補正予算を打つものですから、また赤字が増えてしまう。毎年債務が増える構造になっているということなんです。なので、ドイツの財政再建に成功したよい点、憲法や法律で縛ってしまうなどをはじめ、絶対に増やさない方法を取り入れるのは1つの考え方なんじゃないかと思っています。

ドイツから学ぶべきことをもう一つお話ししたいと思います。財政赤字を再建していこうと思うと、要は借金返済です。ご自分のこととして、考えていただければ結構なんです。お金がなくて、何とかお金を工面しようと考えるときには、使っている分を確実に絞りますよね。その上でお金を増やす。国でも同じで、歳出分を減らし、できれば

歳入を増やすということをやっていくことが必要です。

要は、お金は欲しいけれども、歳入を増やすという目論見はもろくも崩れることが多いので、どちらかという確実にするのは使うのを減らす、ほうです。ですから、ドイツは財政再建をしようというときの目標はいつも歳入ではなくて、歳出のほうにウエートがあります。歳出をここまで減らしますということの大前提に、歳入がこれだけ増えたらいいねというすごく堅実な財政再建の方法を考えるんです。ドイツはこういうことを実践しているので、財政再建がうまくいっているのです。

イタリアはどうでしょう。イタリアは信号では黄色です。でも、イタリアにも我々日本が学ぶべきところは何点かあると思っています。例えば、イタリアはスペンディング・レビューというレビューをします。日本は、例えば、財務省がはい、予算は幾らと決めたら、レビューをすどころか、お金を使い切っていないと次の予算がとれないので、無意味な工事をしますよね。私たちは3月も後半になってくると、予算消化と思しき道路工事に何回も当たってしまいますよね。ああいうことはないんです。スペンディング・レビューというのをやって、必要で適正なものを適正にやった場合は、それをハンディとするのではなくて、次の年にちゃんと生かせるような措置をとってくるので、無駄な消化は必要ないということです。

ほかにはと言うと、例えば、医療費がどんどん増えるようなスキームを作りませんでした。もともと上限を設けて、足らずの医療費はおのおのが自分で払うのです。このように、日本が学べるところはイタリアにもあります。

では、ギリシャはどうでしょうか。ギリシャは明らかに財政再建に失敗している国です。赤信号ですね。でも、失敗しているかといって何もしなかったかというところでもありません。

ギリシャは、どうしても財政再建をしなければいけないほどひどくなって、何とか財政再建しようと思って消費増税をしたんですけれども、消費増税による徴税額が全然増えなかったのです。なぜかという、ギリシャはものすごくアングラ経済が大きいからなんです。アングラ経済というのは何かというと、要は正規のルートを通らないお金が流れているということです。何もブラックマネーがいっぱいあるとか、そういうことを言っているわけではありません。物々交換みたいに町の果物屋からりんごを買うとき、レジを通さない。通さなければ申告をしませんので、徴税額は消費税の税率をどんどん上げても改善しなかった。抜本的に脱税をさせないということを徹底しないから、いつまでも徴税できなかったわけです。

それ以外に注目したいポイントとしてはまだあります。例えば、医療費も減らそうとギリシャは頑張ったんです。すると、医療費を減らし過ぎてしまったのです。そうすると何が起こったかということ、お医者さんが、こんなにお金をもらえないなら、ギリシャで医者をやることないということで、みんなギリシャから出ていってしまうということが起きた。そうすると、医療の質がものすごく落ちてしまって、最低限の医療の設備も整わなくなるということが起きました。あんまり過剰に節約してしまうと、最低限のサービスも受けられなくなるということを私たちはこれで見ただけです。ですから、財政再建と言うと、手足を縛ればいいというものでもないということがわかったわけです。

それからもう一つあったのが、民営化ですね。ちょうど今日はかんぼセミナーですが、今日本でも、ゆうちょ株が売り出しになっていたりします。国の財産である株を民営化の過程で資産売却として利益を出して、それを財

政再建に使っていきましょうという一環で、ギリシャでも民営化しようということで、さまざまな公的なものが民営化されました。ところが目標に対して、わずか6%しか達成できませんでした。94%未達なんです。目標と言えないですよ。やれたこととやれなかったことにすごい差があったわけです。

言いたいのは、財政再建をするときは確実にできることを、やっていかなければいけないということです。確実にできることをたくさんやった方が、財政再建に近づきますし、財政再建の成功者になっていけるということです。

しかしながら、ドイツみたいに何でもかんでも縛られてしまっただけでは、楽しいですかと言われたら、楽しいかどうかはまた別の議論になってしまいます。アリとキリギリスの話と一緒に、お金はふんだんに使ったほうが楽しいは楽しいわけです。ですから、どちらが楽しいかという点で言えば、やっぱりキリギリスの生活になるのではないのでしょうか。

それはちょうどギリシャがキリギリスでドイツがアリだと喩えたことにもなりますね。どっちが健全か、どっちが長い間、将来の子供世代にわたってインフラをつくっていけるかという点で、当然アリの生活です。ドイツに学ぶべきことが多いのは間違いありません。

さて、今の日本の現状を放置しておくとうなるのでしょうか。どうしても、弥縫策に次ぐ弥縫策となり、その場しのぎの政策が大き過ぎると思っていますので、ギリシャ化するのもあり得る話かと思っています。そのため、財政再建についてはかなり深刻に考えていかなければいけないと思っています。

結果として日本国債の格付が下がるということをお先ほど少し申し上げました。では、下がったって、我々の生活に変化はないんじゃないか、あるいはこれまで格下げされていますけれども、どこに変化があったんだ、ということがあると思うんです。

日本国債の格付が階段状にどんどん落ちている状況にあります。日系の格付機関は格付を落としてきていないので、わりと高い位置にあることがわかりますが、全体としては、格付が落ちてきています。格付が落ちてきても、私たちの生活が急に変わるわけではありません。何が変わっていくかという点で、格付が落ちることによって、ほかの国の金融機関から見たとき、日本国債という商品はリスク資産にはなっているんです。

例えば、外国の銀行が日本国債の投資をしようと思うと、リスク資産なので、投資するだけの魅力・リターンがなかったら、誰も買いたくありませんという話になるわけです。

ご存じのことかと思いますが、日本国債は95%ないしは97%は日本人が持っているわけです。できるだけ多く外国人にも持ってもらって、資金がうまく回るようにしたいという側面が我々にはあるわけですが、日本国債がリスク・アセットだと言われてしまうと、外国人から見て投資をしにくくなっていく、といっても過言ではありません。

そんなことどうでもいいじゃないかと思われるかもしれませんが、そうでもないのです。というのは日本もグローバルの中でお金を回しているわけですが、日本の金融機関がお金を回してもらい難くなるからです。そうすると、日本の銀行がドルを欲しいと思ったら、調達コストが上がってしまうわけです。銀行の調達コストが上がっていく

ということは、回り回ると、企業の調達コストも上がっていく。企業の調達コストが上がれば、当然ですけれども、私たちの生活にも影響が出てくる、わけです。調達コストが上がってもなおドルが欲しいと思う人たちは、コストをかけてドルをとってくるわけで、それが全部我々に転嫁されてきたら、生活の問題になってくる。

当然ですけれども、高いコストでドルを調達しなければいけない人と、ドルを持っている人と比べたらどっちが有利かという、競争上ドルを持っている人のほうが有利になるわけですから、邦銀はアメリカの銀行に負けていってしまいかねません。さまざまな製造業でも国際競争力という問題として、出てきかねません。ですので、これ以上の格付の低下は放置できないということになるわけです。格付はあまり影響がないと思われるかもしれないけれども、調達コストには跳ね返ってくるということだけは知っておいていただきたい。それが回り回ると私たちのコストになっていくことに他ならないからです。

格付を下げるのはやめてもらいたいところではあるんですが、3本の矢、後でもう一回復習しましょうという話を先ほどしました。第1の矢、大胆な金融政策、第2の矢、機動的な財政政策、これは一生懸命やっているわけです。これからも財政政策をやるわけです。財政再建をやめて、財政政策をやっていくので、まだまだ景気を上げようと思って、第2の矢をがんがんやる。第2の矢をがんがんやるということは、第1の矢も一緒にやらざるを得ないんです。

金融政策、あるいはマイナス金利って、よく日銀の出口はどこなんだという議論をしようと思うんですが、これは言ってしまうと、結論は簡単です。出口というのは財政再建が始まらないと、出口は絶対がないからです。財政再建をしていくところまで行かなかったら、出口の議論をしても仕方がないんです。

例えば、明日の日銀の金融政策決定会合はどうなるんだろうと、いろいろなメディアの人に聞かれたんですけども、私は変わるはずがないという答えをしています。変えてくる、あるいはマイナス金利を深掘りしたり、例えば、日本国債の買い取りの枠をもっと増やすということをするだけ何が起こるかという、結局今やっていることは、金融機関からの収益を集めて、それで財政赤字の穴埋めをどんどんしているわけです。金融機関の収益がとられて、財政赤字の負担を減らしている。

私たちから見れば何となくそれでもいいという気になるんですけども、これはこれでまた問題で、金融機関が赤字になるということは、まだ現時点では赤字ではないですけども、でも、だんだん収益が減ってくるということは、彼らがお金をもっと市中に回さなくなる、あるいは回し難くなります。お金は社会、あるいは経済の血液にたとえられますが、この血液の流れがとまるということは、日本の景況感に必ずや降りかかってしまいます。ですので、今の状況が続けていく、マイナス金利を続けて、金融緩和を続けていく、財政再建は遠のくということが続けている期間が長くなればなるほど、結局金融機関の負担がどんどん増えていって、それが回り回って、私たちの景況感を冷やしていくことにつながってしまうということです。

それをやめて短くしましょうと、短くするのも簡単です。日銀が金融緩和をすごく厳しくやればいからです。マイナス金利も、今マイナス0.1%とかですけども、これをマイナス0.5%にするとしたらどうでしょう。そうしたら、マイナス金利の副作用が簡単に出るようになって、金融機関の収益のマイナス分がさらに増えるようになりま

す。マイナス金利を深堀すればする程、金融機関がもうだめだ、金融システム不安を来たしてしまうだけなので、日銀の金融緩和が深掘りされて時間が短くなったとしても、あまりいいとは思えません。

だから今、日銀も財務省も政府も、ものすごいジレンマの中にいるはずではないかと思うのです。我々はそこに置かれて何をしなければいけないかです。もし、日銀が金融緩和をやめないのであれば、それは同時に財政再建ができないということでもある。でも、金融緩和をしているということは、金利は低いわけですから、もし企業の社長様などいらっしゃったら、借金をするんだったら、ふさわしいときだということでもある。それ以外にも、マイナス金利でもうかるところは必ず出てくるわけです。不動産なんかは活況になっているのはそれがあるからでもある。だから、セクターごとに何がマイナス金利でプラスに働くのか分別を厳しくやっていく必要があるということになります。

次にマイナス金利の話です。マイナス金利はいいことか悪いことかという、評価は非常に難しいです。でも、マイナス金利って基本私は間違っていると思っています。

なぜかという、少し語弊がありますけれども、金利は結局通貨の価値を示しているんです。円には価値がないと言われているようなものとも言えます。こういう状態が放置されて良いかというそうではないし、長く続くのはおかしいことだと思っています。

ただ、効果としては何を期待しているかという、マイナス金利にすることによって、お金がたくさん世の中に出回るんじゃないか、結果として、GDPが上がるんじゃないか、ということで、これは期待としてあるわけです。

では、欧州ではどうだったのでしょうか。ECBも同じマイナス金利を適用しているので、比較して見てみましょう。ECBは、2014年6月にマイナス金利を導入しています。その後を見てみると、GDPが上がっているし、為替も安くなっています。GDPが上がって、為替も安くなったら、マイナス金利を導入した効果と言えますよね。ですから、最初のうちはうまくやっていた、効果があったと言えます。

ところが、ユーロ圏の銀行の純貸出額、ネットで増えている貸出はどれぐらいなのか、と言えば、ほんのちよつとだけです。ですから、マイナス金利まで導入して、貸し出しを増やして、何とか景気をもたせようと思っていたECBの狙いはあまりうまくいっていないということが明らか、とも言えるでしょう。

また、経済成長率と与信推進力という、与信が増えることによってどれぐらい説明できるかということ二次関数で分析してみれば、貸し出しが伸びれば伸びるほど経済が伸びるという関係はあります。

ところが、短期で見れば、どれだけ貸し出しが伸びても景気はもう上がらない状況になっており、欧州でもECBはマイナス金利を導入して、なかなか脱出することができないのですが、それでももう効果がないということを彼らはわかり始めています。

その実、ECBとか、EBAという欧州の金融機関を見ている団体なんかは、これ以上のマイナス金利は欧州の金融機関の収益性に影響が出るということを言っていて、深掘りされるマイナス金利については警戒していると言えます。私自身もこれ以上のマイナス金利は副作用でしかない欧州に関しても思っています。

ましてや日本はどうかです。何で欧州は日本に比べて少しは時間が稼げたかという、簡単な答えとしては次

のようなものです。要は、欧州は日本に比べてももとの絶対的な金利があったということなんです。日本はもう0.何パーセントと、ゼロ近傍ですと来ているわけです。でも、欧州は4%とか3%とかあった。だから、マイナス金利を導入した後も2%というマージンが確保できるんです。一方日本はもう1%を割っています。そういう中でどこまで利益を上げていけるかという、風前の灯火になっているのを想像はできるでしょう。ですから、この圧倒的な違いを考慮すれば、日本はマイナス金利を導入した瞬間から、副作用しかないということになっているとも言えるのです。

ですから、正常化するために本来はマイナス金利とかはもうやめたほうがいいと私は思っています。ただ、やめるには理由が要るので、財政再建をしていかなければいけない。ところが今の政権は財政再建をするどころか、景気を上げることに舵を切りました。ですから、ほんとうに見事に景気を上げてもらわなければ困る。

でも、ほんとうに上がるかという、28兆円というお金を使うわりには真水分が少ないので、大して上がらないだろうと思われるわけです。大して上がらないと思っているのが、大して上がりませんでしたという結論になってきたときに、格付機関が格付を落とせば、いつの間にか私たちのドルの調達コストが上がってしまって、国際競争力にはね返ってくるという嫌な流れが何となく見え始めたところだと思っています。

日銀も今みたいな状況をずっと続けていると無理があります。日銀だって、もう国債を買い過ぎています。マイナス金利になっている国債を新たに買おうと思ったら、買うのにコストがかかってしまうわけです。マイナス金利を集めてくるわけですから。そこまで考えなければいけない。

あとご存じのとおり、日銀は株もたくさん買っています。この株をどうするかという、多分もっと買うことになると思うんです。ETFの増額というのは簡単なので、買ってくると思うんです。ですから、もし株をやっておられる方は、日銀の動向でETFを買っていくとすれば、当然ですけれども、一緒に合わせて株価は上がりますから、それはチャンスだと思って見ていただくしかないと思っています。

ところが、日銀のETF平均購入額は、平均で1万5,700円です。それを割り込んでいるということは、実は日銀だって含み損が出ていることがあるということです。だから、ここを大きく上げていくような政策が実は必要になってくる。

では、株はいつ上がるのか、上がらないのかということをお話しすると言ってしてこなかったんですが、実はこの後で全体的なマーケットの流れをお話しするので、そこでまとめてお話しさせていただくことにして、日本に関しては最後にもう一つのアジェンダというか、私の今の疑問点についてお話して、とりあえず日本を終えたいと思っています。

先ほど皆様に日本国債の話をしました。債務が増えていく、そして、債務を返す気がないような政策を次々打っている、格付が落ちていく可能性がありますという言い方をしました。だけれども、日本は日本国債を返済しなかったことがないので、格付は高くてもいいんじゃないかという見方もありますと言いました。

1つ私が考えてしまっていることがあります。今私が申し上げたことが正しいとすると、マイナス金利は財政再建できなければ継続しますよね。まだまだ続くことになるわけです。マイナス金利が継続しているということでは

けば、結果として日本国債の利払いはどんどん減っていくことになります。借金をする人は、利払いが減っていくから得になっているわけです。

さてここからが疑問点になります。日本国債の債務を減らさないで、利払い費がマイナス金利で減っていった場合に、財政再建ができてしまったら、格付機関は財政再建できた日本の格付を上げてくるかということなんです。

どんなお金であっても、借金を返せば、その借金を返したことは正しいということで、格付を上げるのが私たちの見方なんです。たばこを吸われる方は、フィリップ・モリスという会社をご存じですよ。フィリップ・モリスは、アメリカのたばこの会社です。この会社は実は債務超過になっています。自己資本がマイナスです。ということは潰れるんじゃないのと思われると思うんですが、しかし、格付はシングルAがついている。不思議ですよ。

何でかという、この会社はフィリップ・モリスの信用力をもって、永続的に借金ができるということを格付機関は踏んでいるからなんです。なので、もう疑似的なキャッシュフローが永遠に続くと思なされているという言い方をしても過言ではありません。

では、同じ考え方がソフトバンクには適用されているのでしょうか。ご存じのとおり、ソフトバンクはARM社を買うのに3.3兆円も投資をします。それに対して、アリババ株とか、いろいろな株を売って、簡単に2.5兆円つくりましたよね。2.5兆円のお金をすぐ現金化できるなんてことは、世の中にそんなに多くないと思いますし、これを疑似的なキャッシュフローと呼んでもよいのではないのでしょうか。だとすれば、日系格付け機関がつけているソフトバンクの格付のように高い格付でもいいはずですよ。なのに、S&P、ムーディーズが日本で付けているソフトバンクの格付は、ダブルB相当なのです。ダブルBはジャンク債といって、もうくずですよ、とされているようなものです。

その差は何なのかということをお私には考えなければいけないと思っています。我々日本人は、日本国債の格付が下がることは気に入らないですけども、借金が増えているのは事実なので、格付を維持するためには借金を減らすという気持ちでちゃんとやっていかなければいけない。かといってマイナス金利に耐えたら、そのことで借金が返せてしまうかもしれない。これは格上げ事由かどうか。ここの格付機関のロジックを見たいものだなと思っています。格付機関にも何回も質問しているんですけども、ろくな答えがなくて、皆様もこの謎、ぜひ考えていただいて、もし良い案があったら、教えていただければうれしいなと思います。

ということで日本に関しては、あんまりいい話がないまま、お話は終わります。ただ、投資のタイミングは結構ありますので、その話に移っていきたいと思います。後半は世界の話を中心にしていきます。

2 グローバルクレジット市場の現状と見通し

まず、世界の経済成長率見通しとして、世界のどこが成長しているのかということを確認していただきます。

私はBNPパリバというところに勤めているんですが、2015年、2016年、2017年と世界経済は3%成長だと我々は考えています。あんまり変わらない、ぱっとしない感じ、低成長が続くというシナリオだろうと思っているん

です。

先進国も1.9%、1.5%、1.5%、米国に関しては2.4%、1.6%、1.5%と少しずつ下がるシナリオでございます。ユーロ圏に関しては、1.5%、1.5%、1.3%なので、ここも低成長のままですし、日本は頑張って景気を上げるはずなんですけれども、0.6%、0.2%、0.2%程度の予想です。

これが正しいかどうかというのはまた検討しなければいけないんですが、残念ながらこういう見通しでも、そうなるかもねと思えるような現状ではあります。世界の先進国の低成長というのは残念ながら、しばらく続く。右肩上がりの株価上昇というのは、皆様もあまり希望しないほうがいい。上がるけれども、あまり長続きせず、下がるということは必ずある。でも、下がってもあんまりがっかりしないというのが今回のポイントです。

なぜそんなことが起きているかというのを今からお話します。今回のバブル的なものは今までのバブルと違うからだと思います。

少し過去の話を取り戻します。バブルというのは何かというと、みんなのお金が集まって、資産の価値がどんどん上がっていくような状況ですね。中国の上海株が2015年8月、9月に暴落したのはみなさまご記憶なのではないでしょうか。6月と10月が暴落する前後のビフォー・アフターです。ではビフォーはどうかというと、クレジットバブルと言われるところは、日本を除くと、欧州、アメリカともに格付の低いところがどうもバブルっぽい。その後、8月、9月の調整後はどうかというと、やっぱり同じで欧州、アメリカは格付の低いところがどうもバブル気味なのです。

もう一つの特徴が、2015年6月末は、欧州の格付が高いところは、ちょっとバブル気味になってます。ところが8月、9月を経ると、10月はきれいにまた元に戻ってきています。

なぜかということ、今までのバブルというのは、銀行がつくってきました。銀行が集めた資金を、がさつがさつと投資に振り向けてきたんですね。ところが、銀行への規制がすごく厳しくなっているために、銀行が動けなくなりました。

結果何が起こったかということ、規制当局がチェックしないシャドーバンクにお金が集まり始めたのです。ファンドを通じた投資がどんどん増えたのです。シャドーバンクですから当然ですけれども、利益を狙っていくわけです。ですから、格付の低いところ、低いところにお金が出ていく。それが今までの流れでした。でも、リスクがあると気付くと、一旦、リスクオフとなると、そういったお金は足がととても速い。銀行は昔からの関係とかでなかなか引けないところが出てきますけれども、儲けようと思っているだけのお金ですから、ざざつといなくなって、調整も簡単にされるということです。

例えば、皆様この数年間、株などの変動、その感応度がものすごく高いと思われませんか。1,000円単位でがしゃがしゃ動いてくる。そのかわり戻りも早いわけです。基本的にもうけたいお金が動いているので、戻るときはぱつと戻るわけです。ですから、落ちてきてもがっかりしないというのが一番のポイントです。これからは落ちますので、落ちてきてもそんなにがっかりしない。また戻るということをきょうは申し上げたいと思います。

何で戻ったり、また落ちたりすると言っているかということ、私が専門としているクレジットスプレッドを見ていただ

きたいと思います。クレジットスプレッドというのは、国債に対しての上乗せ金利をどれぐらい払っているかということで信用力を示すので、金利が高ければ高いほど、リスクは高くなっている、悪いということを示しているわけです。リスクが高くなっているとき、状態が悪いときにスプレッドが広がります。スプレッドがタイトになるときは良くなっているのです、日本国債に近い金利で全員にお金が貸せるときというのは良いときですね。ですから、スプレッドがタイトになるというのは良いときを示します。これは、がしゃがしゃ上がったたり下がったりすることです。スプレッドがこういう状態でいくのであれば、当然ですけども、株価はこれと逆ですので、スプレッドがワイドニングするときは株価が落ちています。逆にスプレッドがタイトになるときは、株価は上がっているということが基本です。

例えば、私たちは、マーケットにあるリスクをこれからお話ししようと思いますが、いろいろなリスクに気がついているわけです。リスクがあると思っっているんですけども、リスクがあるのに、何で株価は戻ってくるのかというと、これは、中央銀行の資金供給の状況がポイントです。中央銀行のバランスシートが増えるのは、資金をマーケットにどんどん出しているということなんです。これは別にヘリコプターマネーではないですけども、お金がばらまかれていますから、お金を取ろうと思ったら、取れるという状況にいつもあるわけです。中央銀行はこのスタンスを変えてこない限り変わりません。ちょうど昨日アメリカのFEDは、金融緩和は何も変更せずという発表がありました。変えてこないで、中央銀行はやっぱり資金を供給し続けているということになります。

逆に金融を引き締めるとか、金利を上げると言われたら、このスタンスが変わっていく局面なので、ああ、それは中央銀行の資金が詰まってくるんだなど。ということは、そんなにマーケットの安心感が出ないと思っただけかなければいけないんですが、残念ながら、それとも幸いにというのか、それは当分来ないと思っっています。アメリカもゆっくりしか金利を上げられないので、バランスシートも急激には変わらないと思っっています。それを前提に、中央銀行のスタンスを見ていただければ、いつマーケットのボラティリティーがなくなるのかが見えてくる、ということになります。

ところが、中央銀行が資金供給をし続ければ、マーケットのボラティリティーは吸収されます。マーケットのボラティリティーが高い、リスクオフになった、あるいは変動が激しすぎて怖いなど思っったときに、中央銀行がどう動いているかぜひ見てください。中央銀行のスタンスが変わっていないな、金利が一緒だなと思ったら、どこかで確実に戻ります。株価が落ちたなど思っって焦って売るのが一番よくないので、そこは黙って持ちましょうということだと思っっています。

そうはいつでも、ニュースを見て株価が落ちているとか、あるいはリスクオフになっているとなれば、とニュースで言うときは、皆さんも気分が悪くなると思っんです。そういうときには何がターニングポイントになるかということ少し見ておけば、安心されるかと思っいます。

もう7月に入りました。梅雨も明けましたし、世の中も夏休みになっています。7月、8月はマーケットの動きは閑散になるんです。特に日本人から見るとびっくりするぐらい欧州の人、アメリカの人はきちんと休みますので、そういう意味では、わりといろいろなニュースが出難くなっています。

でも、ぜひ気をつけてください。参加者が少ないということは、市場の感応度が高いということです。参加者が少ない中でニュースが出てくると、ばあっと動いてしまうということは有り得ます。去年8月、9月に上海株が大きく動いたのも、そういうことと理解できるのではないのでしょうか。

ただし、そうはいつでも、先に申し上げたように夏は夏枯れで、あまりこれといったニュースが出ないのが普通ですので、ここからしばらくはあまり注目していただくニュースはないであろうと思っているんですが、次の期待感では9月となります。9月4日です。中国でG20をまたやります。これは中国が議長国ですので、その前の段階で株価が上がっていないとか、混沌としているとか、何かそういうことがあったら、中国は明らかにお金を使ってくるだろうと思います。中国は財政を使うとなると、半端なく使いますから、そのときに景況感が上がる可能性はあると思っています。8月15日を越したあたりで、株価がさええないなと思ったら、中国が議長国のサミットに期待してください。それをきっかけに株価が上がる可能性はあります。そのときに株価が逆に上がらなかつたら、何かが起きると思っています。例えば、GPIFに買わせようとか、恣意的な動きの連動がそれに当たるとしています。

そのため9月というのはある程度株価が上がりやすいなと思っているんですが、一方で、11月になりますと、アメリカで大統領が決まります。おそらくはヒラリーになると思うのですが、ブレグジットもありましたし、今の現状で決めつけるのは危険だしわかりません。どっちになったとしても、我々から見れば、TPPが全部白紙に戻る可能性については深刻にみておく必要があります。

日本はアベノミクス、アベノミクスと言ってきました。そして、第3の矢は規制緩和なんですけれども、規制緩和って言葉だけですよね。中身は何を言っているかよくわからないわけです。中身で一番わかりやすいのはTPPだと私は思っています。TPPは日本には目に見えて効果が出ると見込まれる最大のポイントと言えましょう。計算上、あるいはシミュレーション上はTPPをやることで日本はメリットを受けます。日本がメリットを受けるということが出過ぎてしまっているのが、アメリカ的にもやりたくないというわけです。だから契約のやり直しと言っているわけです。やり直すかやり直さないかはとても大きな話で、どちらの候補に決まっても、おそらくTPPをもう一回考え直そうという話が出てくることは問題と言えます。

通常はアメリカの大統領は世界の大統領みたいなものですから、これが決まると、ご祝儀相場で株価は上がってくるんですけども、今回はそうならない気がします。特に日本に関しては日本売りの可能性もある。そうなるかならないかは、流れももちろんあるので、言い切れませんが、1つネガティブなタイミングになりえることは見ておきたいところです。

ただ、一旦はネガティブになっても、12月になると期末値、決算を迎えるので、何となくニュートラルに戻っていきます。1月になると、大統領選挙で出てきたどちらかの大統領が教書を出しますので、通常株価はまた上がり調子になってくるんです。ですから、申し上げたように、政治的な、選挙的なタイミングでまだ上がり下がりしますので、下がっても焦らない、でも、上がっても浮かれなことが大事です。特に大もうけすることができる局面ではない。ましてや、右肩上がりにずっと上がるバブルでもありません。皆様がやるべきはちょこちょこ利益を確保していくということだと私は思っています。

3 リスク要素の検証

でも、リスクはかなりあります。リスクについて残された時間でお話したいと思います。今リスクは何かというと、1番目が米国金融政策の変更、2番目が原油価格の問題点とその影響、3番目が欧州、イギリスやイタリア、ギリシャ、それぞれについてコメントをしていきたいと思います。4番目は中国景況感の停滞、長く続くと日本にもさぞかし悪い影響だろうと思うんですけども、これをどう見るか。

この4つのリスクはこの2年ぐらいつと続いています。どなたにお伺いしても、おそらくこの4つは皆さんがご指摘になるんじゃないかと思います。

何が言いたいかというと、どんどん深化されていて、ちっとも解決されていないということです。では、それらについてどこにポイントがあって、何が起こってくるとどんな変化があるか、チェックポイントをお話していこうと思っています。

先ほど日本の国債が下がることによって、日本のドルの調達コストが上がってしまうという話をしました。でも、この傾向はすでに始まっています。世界を見渡したときに、どこの景況感がましかというと、やっぱりアメリカだと考えている機関投資家は非常に多いため、基本的に資産はドルで持とうと考えている人が多いんです。そうすると、ドルの調達コストというのは、世界の投資家が欲しがるから余計もつと上がってしまうということで、それだけで調達コストが上がってしまいます。需給がタイトになって、逼迫して上がっていくわけです。

でも、調達コストがあまり高くなると、幾らドルの資産が欲しくても、高過ぎるものは買えませんよね。どれだけ渋谷区の松濤に家が欲しくても、あまりにも高ければ手が出ないのと一緒です。だから、ドルの調達コストも高過ぎるとその資産には資金を振り向けないということになってくると思うので、調達コストの上昇もどこかで止まるはずですよ。

そういう需給が大きく変わっていないことは1つのリスクです。だから、ドル資産の先行過熱感が高まっていることは見ておいていただきたいし、選挙の行方として、どちらの候補がなっても日本売りだという話を先ほどしましたが、ドルの調達コストの高止まりも見ておかなければいけない。

もう一つあるのが、アメリカは総体的にはいい景況感なんですけれども、今まで私たちが思っているアメリカの印象に比べると、景気がすごく良いという状態にないということです。潜在成長率が低くなっているんですね。3%を割っていると言われて久しいです。

その理由の1つは何かというと、構造問題にあると思っています。景気がいいから金利が上げられる国であるにもかかわらず、アメリカは企業業績が伸びていない。特に製造業の企業業績が冴えません。では、違うところでお金をもうけなければいけないという話ですが、何だかんだ言って、やっぱり製造業が雇用者をたくさん集めてくれますので、労働マーケットはどうなのという話になってきてしまうわけです。

ですから、アメリカが構造的に変わってきていることを認識して、どの分野だったら労働者を雇えるのか、そこを考え直していかないと、潜在成長率が低いままずっと推移することになるということを見ておいていただきたい

と思っています。とはいいいましても、アメリカは総体的にはましです。ですので、ドル資産をすでに持っておられる方はもうそのままお持ちいただくのがベストだと思っています。

もちろん、リスクも考えます。何か起きるとリーマン・ショックみたいになってしまったら困ると思うじゃないですか。リーマン・ショックになりそうな要素の一つとして、そこを見極めるには原油価格を追うことだと思っているという話をこれからします。

次に、原油価格ですが、じわっと下がってきている感じがありますね。ただ、50ドル近傍まで戻ってきて、かなり安心感も出てきたかなとは思っています。ところが、そもそも原油価格は何で下がったかを復習すれば、シェールガスを潰したかったという産油国の希望があったこと、中国の需要がどんどん落ちてしまって、需要がないということ、この2つです。

ところで、オイル・ガスセクター、特にシェールガスの会社の流動性ストレス指数が高まっています。会社にお金がない、流動性が枯渇してきたと思ったら、このストレス指数が高まることになっています。経営が怪しくなったオイル・ガスセクターはお金が回り難くなります。ですから、かなり苦しくなっている。

苦しくなっても、オイル・ガスセクターだけが苦しいなら、全体には問題がありません。別にオイル・ガスに投資していなければいいですよ。気になるのは、デフォルト率の推移です。要は、オイル・ガスセクターだけの問題だと思っていたのに、いつの間にかグローバルのハイイールドのデフォルト率を上げてきているというのが気になるところです。

去年1年間でまだ2.8%ぐらいだったのに、もう足元で5.3、4%まで上がっています。この半年で約倍になってきたということです。この調子でいくと、全体的な景況感に影響する可能性もありますから、デフォルト率の上昇は注目していただかなければいけない。でも、このデフォルト率は、格付機関などから買わないといけません。

では、簡単に目に触れるには何を見るべきでしょうか。ハイイールドは、ファンドという形で集めて投資されていることが多いです。ブレイグジットの後、英国の不動産ファンドが資産凍結したというニュースを皆さんごらんになったでしょうか。これは日経新聞に出るニュースなので、ぜひ見ていただきたいんですが、これからのポイントの一つが、ファンドが資産凍結したかどうかです。

私が気にしているのは、ハイイールドのマーケットについて、デフォルト率が高じてくると、それに対して投資をしているハイイールドファンドが資産凍結するんじゃないかという懸念なんです。

ハイイールドファンドが資産凍結して、そういえば不動産ファンドも資産凍結していたとなると、ファンドって怖いなど皆さん思いませんか。思う人が多くなってしまうんです。そうすると、ああ、ファンドはまずいと思って、ファンドの解約が進みます。ファンドが解約されると、当然ファンドを運用している人は、日本国債とか、米国債とか、信用力が安定しているもの、ちゃんと売れるものから売ってお金をつくるようになるわけです。

何か起きて、ファンドが資産凍結し、そこからファンドの解約が進むと、いろいろなものが解約されてしまうので、あらゆるアセットクラスが売りになるということです。そうなってくると、リーマン・ショック風の売りが売りを呼ぶ構造になります。

ですので、私たちがチェックできるものとしては、新聞記事で十分なんですが、ファンドが資産凍結していないかということ、その規模をぜひ確認していただきたい。大したことがなければ、無視していただいて結構です。ただ、金額が多くなってきたとか、ファンドが次々と解約できないといった話が出始めたと思ったら、それは一つの前兆になりうるので要注意です。

私はBNPパリバという会社にいるんですが、リーマン・ショックは、BNPパリバショックが発端になったことを覚えていらっしゃるでしょうか。BNPパリバという名前がついたファンドが資産凍結して、ファンド解約が進んでしまったことから始まったというものです。今回もBNPパリバショックと同じように、英国不動産ファンドの資産凍結があったため、ハイイールドファンドの方に連鎖しないか見ておきたいところです。

それから、今イタリアでモンテ・パスキという銀行が潰れそうになっているんですけれども、これがもし潰れたら、かつてのベアー・スターンズと一緒にという話も出ています。さらに、今回、仮にドイツ銀行が潰れたりしたら、同じ流れじゃないかと思う機関投資家が増えてきています。

だけれども、私はそこまで行かないと思っています。ドイツ銀行に何かあったとしても、少なくともリーマン・ショックみたいに潰すところまでいくということはないと思っています。きのう決算発表していましたが、わずかながらも黒字でした。資本比率で見ても十分です。そんな銀行が潰れるのかといたら、潰れるはずはない。あまり風説の流布をしてはいけないと思いますが、同じ流れだと読む人が増えてきているのは確かだということでございます。

ですから、繰り返しになりますが、皆様に申し上げておきたいのは、ファンドはそういう形で見たいのと、そのファンドの資産凍結が出てくるきっかけは、原油価格が鍵を握っているという点です。そのため、原油価格がどんどん落ちていっていないか、大体50ドル程度近傍であれば、あんまり真剣に見なくていいということになります。原油価格の水準で見極めていただける点かなと思います。

それから、先ほど流れとして、イタリアのモンテ・パスキという銀行がよろしくないという話をしましたけれども、欧州の話は今ホットなので、イタリアの金融のことを少しかいつまんで説明をさせていただきたいと思います。

イタリアは、実は不良債権がたくさんあります。3,600億ユーロもあるんですね。3,600億ユーロってぴんときませんが、欧州全体の不良債権の3分の1の規模です。不良債権比率としては20%です。日本で不良債権問題が大きかったとき、銀行がだんだん潰れたときですが、その時ですら、8%、9%の不良債権比率ですから、20%がどれだけ大きいかというのは何となくイメージしていただけたらと思います。

それを処理しようということになりまして、こういう形で処理しようということが決まったんです。イタリアの銀行が自分の不良債権を切り分けます。これをSPVというんですけれども、SPVに移して、上からシニア、メザニン、ジュニアと切り分けます。切り分けたものを投資家が見つけてきて、買ってもらうという話なんです。

何となくうまくいきそうな気がしますが、皆さんだったら、これは買いませんよね。というのは政府がコミットしてくれていないからです。不良債権処理をするとき、国・政府がコミットしなければ安心感が生まれませんよね。そうでなければ、不良債権なんか買わないという話になってくる。シニア債にはイタリア政府の保証がつくことになるので

すけれども、それはメザニンとジュニアという下のクラスのもので半分売れた後と決まっています。だから、何かなんでも、半分は銀行が自分で売らなければいけない、ということなのです。

銀行が自分で不良債権を売るには、価格がポイントになります。不良債権も、大幅に安ければ買い手はいます。現在イタリアの銀行は自らの不良債権の簿価を50セントと置いているのが一般的なようですが、マーケットはそれを20セントで取引します。ということは差額が30セント。この差額を自分で持ち出して20セントで売れば不良債権は売れるわけですから、処理もできるというわけです。でも、20セントで売ると、銀行には損が出ます。だから、不良債権問題がそれ程深刻じゃないと思う銀行は、積極的に処理しようとはしないわけです。そういうわけですから、大枠のスキームをつくっても、イタリアの不良債権は処理できないんじゃないかということになるわけです。

でもこれでは困りますね。そこでイタリア政府は不良債権を処理しようということで、不良債権を処理するためのファンドをつくったんです。このファンドは、先ほど来申し上げてきた投資ファンドとは違います。政府が創る基金と思っていただければ結構です。

この基金の名前が、面白いんですね。地球儀を抱えている大男、これはいろいろところで見るがあると思います。アトラスという名前がついたギリシャ神話の大男なんですが、ひょんなことから地球を抱えることになってしまって、ずっと抱えさせられているんです。そこから意味が転じて、今は一生支えますという意味となっています。イタリアの不良債権を一生支えてくれるファンドができたということですね。だけれども、残念ながら力、つまりお金がないんですね。このファンドには42.5億ユーロしか出資金がないのです。

先ほど申し上げたように、全体の不良債権は3,600億ユーロです。42.5億ユーロの出資金と不良債権の金額を比較してください。桁違いですね。ですから、絶対処理できなくなりました。そこで、ギリシャ神話の美男子であるギアッソーネという名前のファンドをつくりました。これがイタリア政府による第2のファンドです。このギアッソーネは黄金の羊を捕まえたヒーローなので、第2のファンドの名前にしたと思います。ところがこの人の最期は、船に引かれて死んでしまうんですね。こんな名前のファンドでいいのかな、これでは不良債権処理は長くできないのではないかな、と思うのですけれども、兎にも角にも、イタリア政府はファンドを次々つくっては処理しようとはしています。

でも最大のポイントは、公的資本が入らないということです。銀行の不良債権処理には公的資本を入れるのは比較的一般的なことです。日本も公的資金を注入しました。だけれども、欧州はBRD(銀行破綻処理令)など様々な取り決めがあって、銀行の債権者に負担させる前に公的資本を入れてはいけないとなっているんです。EU条約を考えれば、その決まりを破ってまで公的資本を入れることができないというわけです。

そのため、現状では、ドイツなどEUの加盟国がイタリアに対して、やっぱりペイルインを発生させてからでないと、つまりは、銀行の債権者に泣きを見てもらった後でないと、公的資本は入れてはいけない、と言っているんです。

でも、イタリアは、それは受け入れがたいんですね。なぜかという、イタリアの銀行の株や債権のほとんど、6

割、7割の保有者は機関投資家ではなくて、一般の個人投資家なんです。個人投資家に損を出させて、イタリア政府はそれでいいと言えるかというと、そうもいきません。そのため、銀行をどうするかということが政治問題化しているというわけです。悩ましい問題を抱えていることがわかりただけだと思います。

しかしこの状態でも、公的資本を入れる方法が2つあります。1つは、EUの条約の中の第107条というものです。リーマン・ショックのようなすごいことが起きたときには、国が判断で公的資本を入れていいという項目があります。もう一つが、欧州ではストレステストというのをやっています。このストレステストで不合格になった場合は、一時的に公的資金を入れてもいいというBRRD第32条というのがあるんです。これで何とかできないかというわけです。

実は明日7月29日がストレステストの発表日です。結果は明日わかります。仮に少し期ずれしたとしても、一、二週間のうちにはわかってくると思うんです。ですから皆さん、欧州のストレステストの話の小耳に挟んだら、不合格行が出たか出なかったか、不合格行が出ているのであれば、その次、公的資金が入ったか入らなかったか、新聞でこの2つにぜひ注目しておいていただきたいと思います。この2つさえ聞いておいていただければ、イタリアの金融機関は大丈夫なのか、大丈夫でないのか、わかると思います。

もう一度申し上げますが、不合格行が出てもいいんです。不合格かどうかより、公的資本が入ったかどうかの方がポイントです。ですから、公的資本が入ったなど皆さん認識されたら、欧州のリスクは減っていますので、その際にも証券会社が欧州金融機関の債券などを売りにきたら、それは買っていいのではないのでしょうか。

でも一方で、銀行の公的資本が入らなかったとなつて、しかもECBとか、EBAとかのチェック体制に対して疑問の感じが出てしまった、ということになれば話は別です。つまり、今回公的資本を入れたいがために、資本不足ですと手を挙げさせるには、前回や前々回のECBやEBAという監督当局の出したテストが、実は不正確だった、間違っていたということと言わないと、なかなか今回公的資本を入れられないという事情も考えなくてはなりません。難しいバランスをとらなければいけないので、当局はそれを避けるために、公的資本は入れないという話になるかもしれない。ですので、そこがチェックポイントになることはあり得ます。公的資金が入ったか入らなかったか、入ったことによって、ECBやEBAの検査体制に疑いが出たか、出なかったか。この2つを確認していただければ、欧州の買いか売りが決まってくるとみていいと思います。

今のところはニュートラルで、どちらの方向で進むのかははっきりとわかりません。きょう欧州に対してリスクテークする人はもう時間的にもないと思うので安心してしゃべっていますが、明日それを見たら、でも、明日といっても欧州時間ですから、日本では夜になってしまうので、あまり今日明日の動向であせらないほうがいいとは思いますが、結論が出た後、欧州は行けるなと思ったら、ミスプライスされているスプレッドの債券が結構ありますから、欧州の債券の中で投資妙味のあるものから投資を進めていただくのは1つのやり方ではないかと思います。

ここまで、欧州の見方について、お話しさせていただきました。もう一つ最後に中国の話をしていただきたいと思っています。中国はテールリスクという整理でよいかどうかということです。私は欧州とかアメリカについては、結構厳しい見方をし、それをお話ししたと思うし、日本についてもとても厳しいことを言ってきたと思います。

その割には中国に関しての見通しはよく甘いと言われるんですが、中国はテールリスクという整理でいいだろうと私は思っています。中国がものすごく悪くなるというリスクが2017年までの間に出るかという、基本出ないと思っているからです。

それを見極めるポイントは簡単で、習近平体制が落ちついているかどうか、これに尽きます。テレビ等のニュースを見たとき、習近平が真ん中で拍手しているような映像があれば、中国のリスクというのはあんまり見ないでいいということかなと思っています。

これはなぜでしょうか。中国の指標は信ぴょう性が低いということがあります。数字自体が正しいかどうか、ほんとうにわかりません。そうは言えど、第12次5カ年規格の目標と実績を比較すると、目標に対して実績がほとんど上ぶれています。これ程うまくやれるのかという話ですが、数字的にはやれている、ということになります。

今、中国は第13次5カ年規格にあり、それは2020年までの規格なのですが、ここに向けて何とか帳尻を合わせるのが中国であると思います。習近平が真ん中にいて拍手をしている限りはこの数字をつくってきますから、それ以上中国が破綻するリスクを見つけることはできません。見つけることができないのであれば、突発的なバブルが時々崩れるというのが最大のリスクということになります。2015年8月、9月の上海株の暴落みたいなこと、はあるということです。しかしながら、そうした場合には確実に歯どめがかかりますから、あまり焦らないことが肝心です。一時的な、一部のバブルの崩壊というときには、どんと構えることが投資の心得としては大事です。

申し上げてきたように、今回の投資の動き、マネーフローは、銀行でなく、シャドーバンクが主体となっていますから、利益の出そうなところにぎざっと動きます。つまり、何か起きたときの感応度が高いことは踏まえておいたほうがよいと思います。ですが、中央銀行のスタンスがほとんど変わらない、変わらず資金供給をし続けるということを見たら、マーケットはどこかで確実に戻りますから、慌てないで益出しをするのが一番賢明な投資方法だと思っています。

最後に中国について、先ほど申し上げたような話だけで終わってしまうと、中国のことはあんまり見ていないという感じなので、ちゃんと見ているという話をして終わりにしたいと思います。

中国は現状でサプライサイドエコノミクスにかじを切っているという話でございます。皆様も覚えていらっしゃると思いますが、レーガン時代にレーガノミクスというのがありました。あの政策は後から見ると批判されたわけですが、当時は評価されました。最初に減税して、浮いた分を設備投資に回させるということをする。つまり、将来の収益を先食いする政策です。だから、後で批判されました。

でも、中国は今それをやっています。言い方を変えると、バブルを一時的に発生させているわけです。具体的には営業税徴収から増値税徴収に変わった、つまり、売上高全体から税金を取っていたのを、利益だけから取ることに変えました。そうすると、税金を掛けるベースが変わってきますので、徴税額が変わります。減税になります。しかも巨額の減税になっています。これが中国のバブルを発生しているということです。

こういう政策を中国がとっている以上、私たちは問題点をほとんど見つけることができません。そのため、気分

は悪いでしょうが、一時的にバブルがはじけたという話程度であれば、短期的な動きは無視をすることです。あまりたじろがないということと、そのためには習近平の真ん中での拍手の様子を確認すること。これが中国投資に関するチェックポイントだと思っています。

さて、お時間的にはそろそろ終わりが近づいていると思います。最後に私からのメッセージをまとめますと、次のとおりです。まず、今年、来年の投資で利益を上げようと思うのであれば、ちょこちょこちょこちょこ益出しをすることです。それから、急速かつ突発的な市場下落のときにはたじろいで売ってしまわないことも挙げたいと思います。ポイントとしては、中央銀行のスタンスを確認することです。さらに、できれば原油価格はぜひウォッチしていただきたいということと、新聞の中でファンドの動向について書いている記事は意識しておいていただきたいということでございます。

最後に慌ててまとめたようなことを言いましたが、お時間になりました。これで私からのお話を終わりたいと思います。ほんとうにご清聴ありがとうございました。(拍手)

— 了 —