

経済金融研究会

「信用サイクルとAIブームの終焉」

野村證券株式会社チーフストラテジスト 松澤 中 氏

令和8年2月17日

皆様、お忙しいところ、御足労いただきまして大変ありがとうございます。

本日は、タイトルにもつけましたように、信用サイクルという考え方について少し、最初、お話をさせていただきます。後半のほうでは、日本市場、特に高市政権誕生後の日本市場に焦点を絞りまして、その点についても触れさせていただきたいというふうには考えております。

ただ、最初に申し上げますと、私はAIの専門家でもございません。いわゆるテクノロジーの分析の専門家ではございません。どちらかというと、先ほど御紹介いただいたように、金利、債券、それから金融政策というものを長く見てきた人間でございます。よくテックの人間、テクノロジーの専門家とも大きく話すんですが、このテクノロジーのサイクルというものを先行き見通すというのは、ほぼ不可能に近いということをよく聞きます。ですから、このAIブームがいつどういう形で終わるんだということを、テクノロジーの観点から当てにいくというのは非常に難しいものであるというのが、残念ながら結論なんです。私はちょっと違う分析をしております、要するに、その信用サイクル、信用の膨張と収縮、それから金融政策の緩和、引締めというサイクルに絞って考えると、次のこの今の信用拡張サイクルの終わりというものをある程度見通すことができるんじゃないかという点が1つ。それから、1990年代に今と似た、いわゆるインターネットを中心とした投資ブームと、最終的にはバブルになったんですが、これが起こりました。これから学べるということが非常に多いという点も、今回お話しさせていただきたいところでございます。

この概念図、10年信用サイクルと書いておりますが、実はこの図表自体は、私が2015年から、当時、中国ショックと言われる大きな金融ショックがあったんですが、その時点からずっと継ぎ足し使っているものでありまして、その後の金融市場のサイクルというものを比較的的確に当てられているんじゃないかなと思っております、今でも使わせていただいていると。

この信用サイクルという考え方は、実は決して新しいものではないということです。景気サイクルが谷から山まで大体10年、景気が大体10年で一巡するというのは、もう1700年代ぐらいから言われていることですし、その中で金融市場のサイクルというものがより比較的短い間隔の中で発生していると。これは概念的には株価の上げ下げだと考えていただいてもいいんじゃないかなと思いますが。

私が見いだした、特に1980年代以降、非常に顕著になっているサイクルというものは、10年の景気サイクル、山から谷の、谷から山に至るまでに大体3回、大きな金融市場の波が訪れると。その節目節目でいわゆる金融ショックと称されるような混乱、例えば直近で言えば、2022年にイギリスで起こりましたトラスショック、こ

これは債券市場の大きな混乱でありましたが、これが直近で起こりました。それから、米国の関税による大きなショック、これもその一つであったのではないかなと思います。

こちらの第1、第2というこの金融ショックというか、このサイクルの中では、言ってみれば中間地点、まだ信用が拡張している、そして実体経済がまだ拡張をしている段階で起こる、金融市場の自律調整的なものであるということでありまして、また、こういったショックはえてして金融政策が引締めへ転換していく過程で起こってくるということも見えております。

この2つのショックに関しては、まだ実体経済が十分に景気の伸び代を残していますので、比較的その後のマーケットの回復というものは早いです。こちら、ちょっとグラフを見ていただくと、8ページなんですけど、こちらに株価と債券のそれぞれの変化というものを、緑色の丸がその第1、第2ショック、そして、第3ショックに至ると非常に大きなショックになりまして、株価の下落率にしても大体3割を超える。そして、より重要な点は、この第3ショックに当たったところでは、株価が下落前の水準に戻るまでに大体数年要する。例えば、大きなものでいえばリーマン・ショックというものがありましたが、これも株価に戻るまでに五、六年要しました。その前のITバブル崩壊、今回に非常に近いものでありますが、これもやはり四、五年を要しております。

つまり、運用者の立場で考えますと、最初の第1、第2で起こったショックによる株価の下落というものは、基本的には買い向かうべき局面であると。つまり、この緑色の丸というのは大体、調整にしますと2割ぐらい下げますので、それなりにその時点では大きなショックに当たるわけですが、ただ、その後の回復も比較的早いですね。それはまだ実体経済が壊れていない状態であると。金融市場内の調整であるということ、その後、中央銀行が緩和的な措置を取るような対応をすることによって、大体半年から1年で、この下落前の水準を回復していくというのが過去の経験則であります。ですから、今回のトラスショック、それから関税ショックというのも、実は比較的軽微に、その後、株価は速やかに持ち直していったという経緯があります。

ただ、残念ながら、次、我々が直面するであろうショックというのは、この第3ショックに当たるところなわけなんです。この時点になりますと、恐らく実体経済がもうかなり伸び代を使ってしまっている、労働であったり設備のいわゆるスラックと言われますけど、いわゆる余白部分がなくなっていると。そこにおいて金融ショックが発生しますと、実体経済が一転、壊れてしまうわけですね。いわゆる実体経済でいうと、この景気後退に直結します。ですから、先ほど申し上げたように、この第3ショックに見舞われた金融市場、特に株式市場というのは、調整までに大体数年を要する大きな下落に当たってしまうと。

過去で言いますと、2010年代、2000年代がこのリーマン・ショック、その前の2000年台がITバブル崩壊、その前が日本株のバブルの崩壊というふうに、それぞれ記憶に残るような大きな金融市場の下落を起点に、景気が、信用が収縮する。信用が収縮するというのはつまりのところ、金融市場で資金調達が難しくなって企業活動が止まってしまう。また、銀行もいわゆる貸し渋りのような状態になって、お金が回らなくなってしまうということの意味ですが、それは実体経済側で言えば、企業の設備投資が止まり、買収合併が止まりという形で経済

を収縮させていくということです。

今回、1つ特徴的なのは、もう既に次の震源地であろう場所がある程度見えてるということであり、恐らくAIを中心としたこの投資がいつどこで限界を迎えるか。それが言ってみればバブル化して自律調整を迎えるかということですが、先ほどちょっと最初に申し上げたように、恐らくテックそのものがどこで限界を迎えるかというのを当てるのが今、非常に難しいと。そもそもまだそのAIが実体経済に十分装備されてない状態なので、どのぐらい企業ないしは経済の生産性が上がって、それによって株式の付加価値がどれぐらい高まるかというものはなかなかちょっと今、計算ができない状態なんです、我々が言えることは、この信用サイクルの概念に沿って、AIのブーム、そして最終的にはバブルを考えると、恐らく我々は、この信用拡張の第3波、第1、第2、第3ということですから、第3波ですから最後なんです、その大体二、三合目に当たるところにまだいるんじゃないかというふうに考えております。

ですから、大体三、四年で一巡すると見られるこの信用サイクルの1つの波ですから、恐らくあと一、二年は、私は二年ぐらい、つまり、次のピーク、ここに至るまでにはあと二年ぐらいはこの拡張余地があるのではないかなと思っていますし、その中で1つ重要な条件というのは、このピークに至る前に、恐らく世界の中央銀行というのは、緩和ではなくて金融引締めに移っているだろうということでもあります。

今、昨年来、米国を中心に、世界の中央銀行というのは利下げ局面にあります。日本はやや例外的に今、利上げをしておるわけですが、どちらかというと、日本はちょっと周回遅れ、22年から始まった世界の利上げのある意味周回遅れで、今追っかけている状態ではあります。ただ、これから次のピークに至るまでに想像されることというのは、今年中には、米国も含めた世界の中央銀行の利下げ局面が恐らく終わるだろうと。そして、来年以降に再び景気の再加速、それからインフレの再加速を通じて、利上げに入らなければいけない局面が来るだろうということだと思います。そこから恐らく、しばらくすると、この信用収縮が始まって、その結果として、このAI投資の健全性に対する疑念というのはもう一旦、大きなテーマになってくる。このときが恐らく次の信用サイクルのある意味終わりではないかというのが、私の今考えているこのシナリオでございます。

先ほど申し上げたように、今、昨年来、徐々にグローバルな金融政策感というのが利下げから中立、そして利上げ方向へと向かい始めています。日本はもう既に利上げに入っていると申し上げましたが、それを追いかけるように今、オーストラリア、それからカナダ、この辺が徐々に利上げ局面、実際、先週、先月、豪州は利上げをいたしました。イギリスと米国はまだ利下げ期待が市場の中で残っている状態ですが、これも恐らく、あと数か月の中で徐々に消失していくんじゃないかなというふうに考えております。

その1つの理由として、米国の経済がもう既に実は底入れから再加速に向かっているんじゃないかなという認識をしております。昨今、米国の経済指標というのは強いもの、弱いものが入り交じっておりまして、どちらに向かっているのか、また関税ショックの影響がまだこれから出てくるんじゃないかといったような警戒感から、なかなか米国の景況感というのははっきりとしないんですが、私が重視しているこの2つの指標、より米国の経済の

先行的な部分、ないしは米国の経済の勢い、モメンタムをつくっている部分というのを見ますと、まず1つに、企業の買収合併なんですね。こちらの左のグラフで見ていただくと、もう既に去年の5月ぐらいから急速に、米国を中心に企業の買収合併、過去のこの信用サイクルの変化もここに一緒に入れていますが、基本的にこの買収合併が急速に増えてきているところというのは、信用の拡張局面に当たります。

といいますのも、大体こういった買収合併を行う際というのは、企業というのは大きな株式発行ないしは社債発行をして資金を調達していきますから、これが不全を起こしている状態では、こういった買収合併というのは活発化しないわけです。ですから信用ショック、信用収縮の局面にあるときというのは必ずこの買収合併というのは大きく落ち込みます。ただ、これが大きく上がってきているということ、また、実際にマーケットの動向を見ても、最近ではいわゆる大手のテック企業、大手のテクノロジー会社による企業の大型社債というものの発行が非常に目立っています。これは実は、ある意味、いい意味でも悪い意味でもありまして、それだけ大きな社債の発行が簡単に吸収されているという点でもありますが、一方で、これまでキャッシュが潤沢で、これまでは金融政策の動向にもあまり左右されてこなかった大手の企業、大手のテック企業が徐々に、負債の依存度が高くなっていくということでもあります。

特にマーケットの中で今注目されていますのは、オラクルという会社でございまして、ここがなぜ注目されてるかといいますと、要するに、彼らの売上げないしは利益に対する設備投資の金額が顕著に高いわけです。他の企業に比べて顕著に高い。つまり、それだけお金を借りて、債務のレバレッジを上げて投資を今、やっているということでもあります。我々のテックのアナリストに言わせれば、もうこれはある意味課金ゲームをしているものだと。ここで止めてしまうとなかなか勝者になれないので、苦しくても止められないという状態に今、各テック会社が陥っているということでもあります。

ですから、我々は今、オラクルの社債のスプレッドなんかを、いわゆる炭鉱のカナリアという位置づけで見えておりますが、実際、直近に、このオラクルの社債のスプレッドが結構拡大をしまして、マーケットもちょっと冷やっとした局面があるわけですが、ただ、過去において、中央銀行、特に米国の中央銀行であるFedが金融緩和をしているときに、この信用収縮が大がかりに発生したということはないわけです。ですので、今の時点で、社債市場が拒絶反応、こちらに幾つかの社債スプレッドを左に出しておりますが、どれを見ても今、ほぼ過去の最低水準に近いところまで縮小をしている状態です。ですから、当然、注意をして見ていかなきゃいけないんですが、恐らく現時点で、この企業の資金調達難が信用収縮を引き起こすというサイクルに入ると考えるのはまだ早いかなというふうには考えております。

じゃあ、その一方で、どういう形でこれからこの信用サイクルなりテックサイクル、AIサイクルが終わっていくのかということ、この90年代の経験からちょっと幾つかひもといてみたいと思っています。AIという発明は、企業をして生産性を劇的に向上させると言われております。それが10%なのか、20%なのか、30%なのか、いろんな試算が今出ていて、なかなか実際の度合いを探ることはまだ難しいんですが、ただ、少なくとも、少ない労

働者、少ない労働時間によって同じ生産をすることができるように、可能にするという考え方だと思います。その点では、インターネットがもたらした生産性革命、実はこれ、90年代にも同じ言葉、生産性革命というものが言われていたわけであります。

何が起こったかといいますと、こちらの右のグラフ、こちらに青い線で描いたのが米国の賃金上昇率であります。一方で、この赤い線は米国のCPIで示した、いわゆる物価上昇率、インフレ率です。つまり、賃金の上昇率に対して、インフレ率がかなり低い状態が続いたというのが、この90年代後半の特徴でありました。これが全てIT、インターネットの活用による生産性向上、裏返せば、インフレ抑制であったのかと言われると、ここは諸説あります。

ちょうど当時というのは、いわゆるグローバル化、特にアジア、中国からの安価な輸入製品というものがグローバルに広がった時期でもあります。日本でいえば100円ショップ、米国でいえばダラーショップというのが急速に広がったのはこの時期でありまして、こういったものが価格を押し下げているという説もありますし、また、そもそも、この当時、いわゆるコンピューターを中心としたハードウェアが急速に普及したわけであります。これ自体が実はデフレ的効果をもたらすというふうにも言われております。つまり、インフレの計算上、あるコンピューターが例えば2倍の速度になりますと、同じ値段で売っていても物価というのは半分になる、そういう計算の仕方をしているということでもあります。ですから、コンピューターのように日進月歩で進歩していくようなもの、性能が上がっていくようなものというのは、どんどんインフレの指標を押し下げやすくなっているというような現象、これも指摘されているところであります。

ただ、いずれにせよ、この当時、90年代後半を中心に、賃金の上昇率に対してインフレの上昇率が低く収まっていたということは事実でありまして、これが金融政策上何を意味するかというと、必ずしも中央銀行をして利下げをするということではないんですね。実は今、AIのこの議論の中でもかなり、1つのポイントになっているのは、次の米国のFedの議長の候補になっていますウォーシュさんという方がいらっしゃいますけど、彼はこのAIによる生産性向上に対する強い信奉者であります。これは過去の寄稿等でかなり明らかになっています。ですから、恐らく、このITブームの頃と同じような賃金の上昇率に対して、インフレ率が低く収まった状態というものが、これから比較的長い期間にわたって想定できる。その環境の中で金融政策を運営していくということになりそうです。

ただ、この90年代において、じゃあ、Fedが利下げしたときというのはいつかということ、実は金融ショックが起こったときだけなんですね。つまり、賃金の上昇率がインフレ率に対して高いということは、イコール、実質ベースで見た所得というものが非常に伸びている。今、日本では逆の現象が起こって非常に困っているわけですが、要するに実質所得が伸びているわけですので、米国の消費というのはどんどんどんどん伸びていったわけですね。つまり景気が非常に強かったわけです。

ですから、いかにインフレ率が低位に収まっているといっても、景気がどんどん回復している、非常に端的に

言うと、この時期というのは失業率がどんどん低下していったんです。この右のグラフの緑色の線、これは逆目盛りで書いてますので、上に行くほど失業率が下がっている、雇用が改善しているという時期なんです。このような時期には、中央銀行というのはあえて利下げをする必要はないということであります。ですから、恐らく市場が期待しているほど、今年、ウォーシュさんが6月に、これからFedの議長になられますけれども、多分利下げはあまりしてくれないんじゃないかと。せいぜい1回ぐらい、今、市場でいうと2.5回ぐらい期待してるんですが、恐らくそれよりは少ないんじゃないかなと思っています。

ただ、それでもなお、恐らくこの状態が続く限りにおいて、少なくとも利上げをする必要はないという議論は成り立つわけですね。インフレ率が低位に収まって、経済が拡大してるのであれば、それをあえて殺す必要はないんじゃないかと。実はこれを言ったのは、当時、Fed議長をしていたグリーンズパンという3世代、4世代前の議長でありまして、彼もITによる生産性革命というものを強く信じていたということであります。ただ、その彼をしても、やはり利下げをしたのは2回、95年と97年。このときというのは、先ほどの信用サイクルに戻って考えていただくと、実はこの第1のショックと第2のショックに準ずるものが起こったときだけであったということであります。

ですから、今後、何がしか金融ショックが起これば別なんです。そうでない限りにおいて、恐らくFedがさらにどんどん利下げしていくという局面ではないと。特にウォーシュさんは、昨年11月の寄稿でも明らかなように、もう既に金融市場にお金が回り過ぎているんじゃないか、いわゆる過剰流動性が回り過ぎておるんじゃないかということを非常に強く心配されています。むしろ中央銀行はバランスシートをもっと縮小したほうがいいんじゃないかというような議論もされています。

ですから、ここから利下げをすれば、さらにその過剰流動性というのは供給される方向にいきますので、恐らくそれはあまりやらない措置ではないかなと思っています。ただ、それでもなお、今後数年にわたって利上げをしないという環境が続く、それだけで実は、ITないしはAIの分野にとっては十分なんじゃないかなと。つまり、ここまで中央銀行が取ってきた金融政策において、必ずしもAIというセクターが大きく失速したことはないわけです。

経済用語に、中立金利という概念があります。中立金利というのは、景気を冷やしも熱しもしない、中立的な金利水準というふうに言われています。ですから、そこから上に持っていけば、経済というのは言ってみれば必然的に減速するんだというのが中央銀行の金融政策の考え方なわけですが、ただ、この概念、この考え方というのは1つ大きな欠陥があるわけです。つまり、これは経済全体で物を考えていますから、産業ごとに一体どの金利が抑制的なのかというのはよく分からないわけです。

実際、今のように、産業間の差があまりにも大きいようなときというのは、結局その経済全体を減速させようとして引締めを始めていくと、先に倒れてしまうのは、より弱い経済のもの。今回でいえば、トラスショックの前後で、米国の商業不動産、それから、地銀、地域金融機関がおかしくなってしまった。いわゆるシリコンバレーバンクという銀行の破綻が起りまして、そこでショックが起りました。

ですから、このような形で、伝統的なセクターというものが先に潰れてしまうので、なかなかITなりAIという、よ

りその時点で勢いのあるセクターを金利で止めることができないということなわけです。その結果、何が起こるかという、この90年代の後半に起こったことというのは、利上げを始めると、伝統的なセクターが沈んでしまって、それが金融ショックを起こす。それによって、中央銀行というのは金融緩和をまた余儀なくさせられて、その結果、より力のあるIT、今回でいえばAIのセクターにお金が集集中でいくという現象を続けていきます。もう実は今回も2回やっているわけです。22年のシリコンバレーバンクのとき、それから今回の関税ショックと、より弱いセクターが先にやられている。これを中央銀行は金融政策という1つのツールでしか今、対応ができませんので、なかなかこれがうまくいってないと。

では、その90年代の最後、ここですね、最終的にこのバブルの崩壊につながるどころなんですが、ここに至った過程っていうのを、今回お話していきます。

まず1つは、先ほどの実質所得の問題です。つまりインフレよりも賃金の上昇率が高い状態が長く続きますから、実質所得が伸びていく。それで、その結果、消費も伸びていくわけですね。この状態が長く続くと、やはりどこかで経済が過熱してくるわけです。つまり、需要に対して供給が十分追いついてないという、非常に伝統的なインフレの構図ができてくるわけです。ですから、この90年代後半というのは限界的であるんですが、このインフレがだんだん加速し始めていたと。つまりこれは、ITによる生産性上昇効果ないしはインフレ抑制効果というものを超えて、もっと伝統的な需給のメカニズムが働いてきたということだと思います。ですから、やはりどこかでこのインフレの問題というのはまた再燃してくるということです。

それから、もう一つは、株価の問題です。これについては、かなり諸説、議論分かれているところではありますが、ITブームのときにまず最初を買われたのは何かというと、いわゆるITのサービスを提供するプロバイダ、Ciscoなんていうのがかなり、1つになりましたけども、AOLですとか、こういったところ、Microsoftもそうです。そして、次がハードウェア、Dellですとか、Appleですとかいうところ。でも、実は最後に買われたのは、テックじゃないんですね。もっと全然別の業種です。例えば、日本で最後の最後にこの辺で上がっていたのって何かというと、商社、小売、建設、実はテックではない分野に資金が大きく流れ込んでいた。それはなぜかということ、もうその時点になりますとインターネットの実装が相当進んでおりまして、各企業、各産業がインターネットをフル活用していたわけです。これによって、生産性の向上であったり競争力の向上であったり、もっと言えば、ビジネスモデルの変革であったりといったような大きなテーマが出てくるわけです。

これによって、伝統的だった産業、非テックだった産業の株価の評価が、恐らくお金が余っていることもあるんでしょうけども、劇的に上がっちゃったわけです。これが最後のバブルだったわけですね。つまり、最初の段階、そのサービスのプロバイダに関して言うと、やっぱりある程度需要が見えているわけですね。よく言われているように、インターネットブームにしろ今回のAIブームにしろ、ツールを売っている人たちの、いわゆるゴールドラッシュにおけるつるはしを打っている人と一緒だと。つまり、効果はよく分かんないけども、とにかく売れていると。その売行きの前行きに利益があるわけですから、そこをある程度計算ができる。例えば、その代表格であるNV

IDIAといったような株価は、今でもまだPERが30倍台とか、そういう世界ですから、過去のいわゆるバブルに比較して極端に高いかと言われると、決してそんなこともないということだと思えます。

だから、最後のステージになって、もし仮にそのテックではない企業が、生産性向上なり、ビジネスモデルの変革というものをテーマに買われてしまうと何が起こるかという、当然これはほかの企業がまねできてしまうわけです。よっぽど何か先行者利益があれば別ですが、基本的にはほかの企業がまねできる話ですから、その産業の中でそれがスタンダードになり、これが競争上のスタンダードになりますから、自由競争の考え方という、これは消費者側にペイアウトされてしまう。つまり、価格の引下げなりという形で、企業には利潤としては残らない部分になってしまう。これを株式市場が評価し間違えたときが、恐らく本当の意味でのバブルであって、それが最後に崩れていく。

もちろんその時点では、一方で、今、投資競争をやっている大手企業の投資のリターンについても、やっぱり課題だったねという結論がどこかで出てくるんだと思いますが、それは利用者側の企業に実装が進んで、その時点で、一体その産業としてどれぐらいのリターンが見込めるんだというものが見えてからだと思えます。ですから、そこに至るまでのプロセスというのはまだ、やはり年単位で時間を要するんじゃないかと。テックのサイクル予想できないとは言っていますが、私の直感的にはそう感じるところであります。

ですから、2つの点、AIによる生産性の向上、そしてそれによるインフレ抑制効果というものを前提にしても、やはりどこかで消費が加熱してくる、そして需要が供給を上回ってくるタイミングが訪れるというのが必然的に訪れるということでありまして、この時点で恐らく中央銀行は引締め、いわゆる利上げにいかねばいけない。その時点で、恐らくAI、テックも含めた産業の景気を減速させる。これも直感的ですが、恐らくその時点での金利というのは、このときもそうなんですが、一番最初に利上げした水準よりも結構高いところまで政策金利を上げていっています。

つまり、今回も、これは5.375というところまで行ったわけですが、ここでは十分テックは失速しなかったわけですね。ですから、恐らく次、どこかでこれが上がり始めるときというのは、この5.375というものを超えて、それが6なのか7なのか分かりませんが、上がっていくんじゃないかというのが私の考え方です。ですから、この時点に至っては、世界の金利というのはかなり今よりも高い水準に戻ってきてるという考え方ではないかなと思います。

1つだけ、その債券についてもお話をグローバルにしておくと、こちらの先ほどお見せしたこの40年単位のサイクル、基本的に、これは米国の10年金利なんですが、過去は金融ショックなり、信用ショック、信用危機を経るごとに金利というのは下がってきたわけです。つまり、少なくともこの2020年のコロナのショックに至るまでの40年間というのは、債券運用者にとっては非常に居心地のいい40年間だったということなんです。つまり、どこかのタイミングで買っておけば、持っていれば、どこかで相場が上がっていたという世界であります。

ただ、これが、どうもちょっと2020年代に入って、少なくとも流れが変わってしまったんじゃないかというのが

私の考え方であります。それはなぜか。つまり、グローバルに長期金利をこの40年間下げ続けてきていた大きな原動力というのは、インフレの低下、いわゆるデスインフレ化であります。その背景というのはやはりグローバル化であり、貿易の拡大によって安価な商品を入れられるということが大きな背景であります。先ほども、90年代のデフレ下に中国からの安価な輸入品が大きく寄与したというふうな話を申し上げましたけども、どうもこれは今の2020年代に入って、一旦少なくとも止まってしまった、ないしは逆行し始めちゃったんじゃないかと。そのグローバル化の巻き戻しであり、もしくは、もっと言えば、いわゆる東西のサプライチェーン、供給網の分断、つまり、より割高であっても、自分の陣営から調達せざるを得ないという環境に変わり始めてしまった可能性が十分高い。

そうなりますと、恐らく2010年代というのはいろんな意味で特異な局面だったと思っています。インフレ、リーマンショックという大きなショックの後、グローバルにデフレ化して、なおかつ中央銀行がそれまでやったことのない金融政策、特に日欧では、いわゆるマイナス金利政策という歴史にない政策をやったわけです。だから、10年金利が、それこそ日本ではゼロを切るような水準に入っていった。これは言ってみれば中央銀行界の壮大な実験だったわけです。インフレが大きく下がるときに政策金利をマイナスにすれば景気を刺激できるんじゃないかという考え方に基づいてやってみたわけですけど、少なくとも今、振り返ってこの効果を検証したときに、あまり効果的だったという結論を出している中央銀行というのはいないですね。スイス銀行が今まだ唯一やり続けてはいますが、恐らく日本はマイナス金利政策に戻る可能性は非常に低いと思いますし、米国はもう、もともとこのマイナス金利政策というものに否定的でしたので、ほかの国の実験を見て、言わんことかということで、恐らくこれからは先、入ることはないと思います。

つまり、これから景気が悪くなった場合には、じゃあマイナス金利にいかない代わりに何をやるかといえば、日本がやったような株の買入れだったり、いわゆるクレジット緩和であったり、そちらのほうにいくんではないかと思います。ですから、中央銀行の実験が一旦2010年代で終わったという点からも、恐ら、この2020年についた金利というのは40年の底だった可能性が非常に高い。

それで、今我々はこのインフレの上方シフト、インフレの上方シフトというのは要するに何かというと、各国の中立金利、先ほど申し上げた、冷やしもしない、熱しもしない金利水準というのは上がっていったわけですが、特に日本というのは過去30年以上デフレでしたので、恐らく計算されてくる中立金利というのはほぼゼロに近かったわけですが、これが今、急速に上方をシフトしてきている。下手すると2%とか、それぐらいあるんじゃないかというふうに見られ始め、そもそももう市場のインフレ期待自体が2%ぐらいになってきているので、仮にその実質の中立金利がゼロであっても、足し合わせれば中立金利は2%ぐらいになるわけですね。

ですから、今その上方シフトがどこまでいくのか。先ほどの米国に関しても、これまで、一応中央銀行の公式見解というのは3%、ただ、どう見ても5%ぐらいに上げてても経済が全然冷えてきてないわけですから、恐らく米国の中立金利も、今示している3%よりも高い可能性は結構高いんじゃないかと思います。それがやり過ぎた量

的緩和の後遺症なのか、それともそれ以外の理由なのか。例えば、ニューヨーク連銀内でもそういった研究は進んでいて、ある研究に、クレジットスプレッドが構造的に縮小してしまった結果、中立金利が100から150ベースぐらい上に上がってるんじゃないかというような研究を出したりもしています。3だったところが4から4.5という話ですから、結構な差なんです。

それで、今回出てきたウォーシュさんというのは、そもそもやっぱりバランスシートを膨らまし過ぎたのが問題だから、そこを縮めていったほうがいいんじゃないかと。これ、現実的にどこまでできるか分からないんですが、方向感としてはそっちに向かっていらっしゃる方です。ですから、これから、単に政策金利が上がっていくというだけではなくて、その量的緩和の効果が本当にあるんだとすれば、それに合わせてクレジットの市場でもスプレッドが拡大するということが起こり得る可能性というのは十分あるんじゃないかなというふうに思っています。

残り10分、15分を使いまして、ちょっと日本についてお話をさせていただこうかなと思っておりますが、今この選挙後、物すごい勢いで高市ブームといいますか、高市トレードと言われるものが起こっていますが、まずポイントとして、高市さんが何を政策上重視しているか。経済政策というよりは国家安全保障、そして最終的には憲法改正という、これを目標に掲げている、目標に持っている政権であろうと思っています。ですから、もう自民単独で今、過半数を衆議院が取ったわけですが、憲法改正という目標に立って考えれば、3分の2必要ですから、特に参議院も考えますと、恐らく他党との連携というのを解くことはしないんじゃないかなと思いますし、あまり経済政策のほうで、いわゆる参議院の否決をひっくり返すような、衆議院の3分の2を使うような議決の仕方というのは基本的にはしないんじゃないかなとは思っています。

ただ一方で、彼女の政策の根っこがやはり、もともとのデフレ期に編み出されたアベノミクスの延長ないしは拡張なんですね。ですから、基本的にはデフレ期ないしは、為替で言えば円が物すごい高いときに機能する政策ではあるんですが、今のような経済の状態で彼女の政策をそのままやろうとすると、景気を過熱させてしまう。それに中央銀行が十分ついていけずに、いわゆる日銀の市場に後手に回る状態。要するに、これは、インフレがコントロールできなくなるという状態に陥るリスクをはらんでいるということでもあります。

ただ、高市さん、物すごい勉強家でありますので、マーケットの声というものを比較的敏感に嗅ぎ取っている部分もあって、例えば直近で、マーケットの大きな混乱を招いた食品減税の話についても、徐々にちょっとニュアンスをトーンダウンさせ始めてはいるということではありますが、ただ恐らく、彼女の政策の根っこというのは、マーケットが荒れなければ、基本的には高圧経済、いわゆるリフレ的政策をやっていくこと。特に財政の面は、片山さんもいて、財務省もそれなりにグリップしているところなので、それほどむちゃやたらな財政政策を取るとも思わないんですが、こと金融政策、為替政策に関しては、あわよくば緩和継続、あわよくば円安維持という政策を取ってしまいがちな政権であるということをやはり注意しなきゃいけない。

ですから、やはり、今、株価が物すごい沸いているわけですが、ここからもし足をすくわれるとすると、それは金利、為替発であろうと。特に金利の問題です。先ほど申し上げたように、米国が今まだ利下げ局面にあります

から、それによって、ある程度金利というのはグローバルには抑えられている状態なんですけど、少なくとも今年中には米国の利下げ局面というのは終わってくる。これだけで恐らく、米国の金利というのは今から0.5%ぐらい上がると思います。もうそれだけでも相応にインパクトがあることであろうと思っています。

先日起こった債券市場の大きな混乱、私はここで暴落というふうに書いてますが、これについてちょっとお話をします。実はこれは非常に自然な現象であるということでもあります。過去においても幾つかそれに近いものが、例えば2003年にVaRショック、それから、資金運用部ショックというのが98年に起こっていますが、それぞれきっかけがあります。

資金運用部ショックというのは、この名前からも分かるように、当時、橋本政権から小渕政権に替わったとき、小渕政権がかなり大がかりな財政拡大をしようとした。その結果、資金運用部というのは財務省の運用機関なんですけど、そこで資金がなくなってしまって、国債の買入れを止めた。財務省側から言わせれば、こんな大きな財政拡大をやるのであれば、我々は助けられませんかよというメッセージだったんだと思います。それがきっかけとなって、このような金利急騰、0.8から2.5まで、大きな急騰が起こりました。

VaRショック、これは、財政発というわけではなくて、言ってみれば民間の買い過ぎと、その後の反動。当時、量的緩和の時代でありまして、特に金融緩和の期待が物すごく大きかったわけですね。それによって、銀行がどんどん、この絵を見ても分かりますように、これはちょうど金融不安が台頭して、りそな銀行が国有化される時期でありますけども、そこに合わせてどんどん債券を買い進めていったわけです。それがやり過ぎていたということで、反動が起こって0.4から2%ぐらいまで上がりました。

この2つに共通している現象って何かというと、実はこの急騰した後に財務省ないしは日銀が介入をしているんですね。国債の買入れを拡大するなり、資金運用部なんてのは国債の買入れを再開したんですが、これによって金利の上昇が止まって戻るんですが、この戻った水準というのは、実は当時の名目成長率にほぼ一致するレートです。つまり、名目成長率というのは、先ほど来お話ししています中立金利の近似値、代理値であります。

つまり、このマーケットが何をしようとしたかということ、要するに、中央銀行の中立金利を探した。そこに、何らかのショックが発生して、その動きが加速なりオーバーシュートしてしまうという現象を指します。この2003年もそうですし、98年もそうなんですけど、これはえてして景気が悪かったものがだんだんよくなっていく、いわゆる景気の底で発生するんですね。要するに、金融が緩和的だったところから徐々に中立、引締めに向かうところで発生します。ですから、その意味では自然な現象なんですけど、そこに来て、何らかのきっかけ、この財政であったり民間の行き過ぎであったりというものが起こると、そこでオーバーシュートが起こってしまいますよということではないかなと思います。

今回も、食品減税というのが一つのきっかけではありましたが、基本的には、市場が中央銀行、日銀の中立金利を探している段階で起こったショックであったと思います。今、だんだんと落ち着いてはきてますが、日銀

が示している今の日本の中立金利というのは1から2.5とされています。ですから、一旦2.38で止まったんですけども、まだそのレンジを超えてないですね。ですから、この過去の事例に合わせると、もしまだここから、高市政権がその拡張的な政策スタンス、リフレ的な政策スタンスを続けていくというようなことが見えてくるようだと恐らくもう一回、市場というのはこの2.5という水準を試しにいくんじゃないかなと思っております。先ほど申し上げたように、米国発でそれが起こるかもしれませんが、もしかしたら日本のほうで起こるかもしれません。

私が特にここから注目しているのは、食品減税の話もそうですし、また、日銀のほうでいえば、これから2名、今年、審議委員が変わります。その選出、もうこれは実は来週には出てくるんですけども、ここでリフレ的な政策を志向している人が出てくるかどうかというようなところ、この辺りを注目していますが、先ほどちょっと申し上げたように、まだその高市政権が本当の意味でリフレ政策から足を洗ったのかどうかというのはよく分からない状態であります。ですから、その点ではちょっとまだこれからしばらく注意していかなくてははいけない。私は、最終的には、この市場のメッセージも酌み取って、高市政権というのは新しい政策のほうに徐々に移行していく。つまり、いわゆるリフレ政策から、より構造改革ですとか規制緩和というような路線にシフトしていくのではないかなというふうに思っています。

特にその中でキーパーソンになっていくのは片山さんでありまして、彼女は直近でこそ、安倍派にいて、あたかも何かアベノミクスの信奉者のように見られていますが、もともと彼女は小泉政権のときに財務省からの政界入りした方で、いわゆる構造改革派。実際、安倍政権の下で、スーパーシティ法という、これは規制緩和法案なんですけど、大阪と茨城のつくばを中心に、公共サービスの規制緩和を進めるための法案なんかを通して。ですから、こういうところを中心に、特に大阪なんていうのは維新の会が首都構想を掲げていますから、そこと合わさる形で、恐らく次の大きな政策テーマになっていくんだろうと思っています。ですから、こういうところに政策の焦点がシフトしていけるかどうか。それから、何よりもやはり金融政策、為替政策をリフレ政策から脱却できるかどうか、要するに円安容認から円安抑止のほうにシフトできるかどうかというところは、今後、高市さんが市場をコントロールできるかどうかの大きなポイントになってくるんだろうというふうには考えております。

— 了 —