

2010年4月11日

### 債券市場の展望

従って、強い借手と弱い借手の格差拡大が予想される。また連邦政府の借入により州および地方が圧迫されるのに加えて、州と地方政府が互いに押しのけ合うクラウドアウト圧力が生じるであろう。公債の発行増大の影響は民間にも及び、民間の資金調達コストが増大すると予想される。

### 需給問題

当面、米国の公債発行高は明らかに増大すると見られるが、需要がどうなるかはまた別の問題である。

連邦政府および財務省は、財務省証券および抵当証券市場への直接介入を敬遠しているが、政府は、財務省証券のさらにはほかの需要拡大措置を見いだした。

例えば10年満期の米国中期債券の利回りが4.0%以上になり、経済成長が「期待以下」になれば、市場の沈滞を避け、資金を安全かつ流動性の高いパーキング・ポジションに振り向けるために、株式および商品からトリプルAの米国中期債券に向かう資金の大規模な再配分が見られるだろう。

大規模なマイナスの市場調整に先だって10年満期の米国中期債券の利回りが急騰し、その後、資金の株式から中期債券への移行に伴い利回りが低下するというパターンが過去50年間に観察されていることに注意しなければならない。この歴史的パターンは、10年満期の米国中期債券の利回りが4.0%を超え、経済回復データが「期待以下」になるならば、「ティッピング・ポイント」に達する可能性が極めて高く、安全かつ流動性の高い中期債券への逃避が見られ、また株式および商品市場でマイナスの調整が開始されるということを示している。簡単に言うならば、増大する米国財務省証券に対する需要が増大するかどうかは、株式および商品市場の現在の楽観的レベルが維持されるかどうかにかかっている。

2009年に世界の貿易高は23%（インフレおよび為替変動調整済みの比率では12%）減少した。ユーロ圏の2009年第4四半期における年換算GDP成長率はマイナス2%であった。当社の予想通り、ユーロ圏は停滞またはマイナス成長に追い込まれた。

数年間のユーロ・ロングポジションの後に、トレーダーの間ではユーロ・ショートポジションの機運が高まりつつある。

新たな景気停滞が明らかとなり、ユーロが弱含む、このような予想外のユーロ圏環境の中で、欧州の株式市場でマイナスの調整が進む一方、世界経済の回復低迷期に安全なパーキングを求めて資金がドル建て資産、特に米国財務省証券へと流出するのは無理からぬことである。

中央銀行からすれば、財務省証券の需要が当面減少することはまず考えられず、唯一見

られる変化は、長短満期の債券に割り当てられる比重の変化だけである。

### ユーロ危機を予言するギリシャ悲劇

3月にドイツのメルケル首相は、IMFが主導的役割を果たすべきだと主張し、フランスのサルコジ大統領および蔵相を圧倒した。メルケル首相は、IMFが関与しないのであれば、ドイツもギリシャ救済に協力しないと断言した。EUの重要事項は仏独が合同で決定するという両国の密接な「連携」が、ドイツの一方的決定によって事実上、解消された。欧州中央銀行（ECB）は、IMFの関与に断固として反対する意見を表明した。ジャン＝クロード・トリシェECB総裁は、IMFを招き入れることはユーロの将来にとって「非常に悪い結果」をもたらすと警告した。メルケル首相は、トリシェ総裁の反対意見を無視することで、ユーロ加盟国の機能に関連する重要事項にECBが関与することを事実上、拒否した。ギリシャ危機に直面したドイツは、この機会を利用してECBと他のユーロ加盟15カ国すべての政府を支配しようとする目論みだ。

4月11日の合意は、「原則として」市場の不安を緩和するものであったが、まだ回答されていない多数の問題が残されている。第1に複数の蔵相が、今回の合意は各国の首脳およびその議会の承認を得ることが必要だと述べている。

ドイツ政府筋は、ギリシャによる世界市場からの借り入れは不可能だと証明されるまで、資金提供は行わないと公言した。すなわち、少なくともドイツに関しては、ギリシャの入札が失敗しなければ、ドイツからの資金提供はなく、資金を提供する場合にも、ドイツの法的権限の確立が必要だということである。

蔵相は、各国のECB出資比率に応じてユーロ加盟国がギリシャを支援することに合意した。この出資比率は、ほぼ各国のGDPによる経済規模に匹敵する。このことは、高失業率や巨額の債務および財政赤字にすでに苦しんでいる加盟国にとって、重大な政情不安をもたらす恐れがある。

どの国の議会がギリシャ支援を承認し、どのユーロ加盟国の有権者がそれを支持するのかという問題がまだ残っている。

資金提供前に入札の失敗が必要ならば、そうした失敗から他国政府が支援の権限を認められるまでに長い時間的間隔が空くことが予想される。

現在の市場利率を下回る5%の貸出利率は、ギリシャの将来に重大な問題を課すことになる。支援総額が450億ユーロになるなら、ギリシャはGDPの120%に相当する債務を背負うことになる。そうなれば債務総額の返済費用が増え、ギリシャは財政赤字から抜け出せなくなるであろう。緊縮財政の影響に加え、この債務返済のためにギリシャのGDPは現在の予想以上のペース、年4%から5%で減少することが予想される。それに伴い税収がさらに減少し、財政赤字が解消されるどころか、今後ますます増大する恐れがある。

全国規模のストや社会不安が続けば、ギリシャ政府は崩壊し、再び債務不履行がオプションとして浮上してくるだろう。

4月11日のユーロ加盟国の合意は、国内銀行のギリシャの債券に対するエクスポージャーが非常に大きいフランスとイタリアには有益だ。

この合意が、スペイン、アイルランド、イタリア、ポルトガルなど他のユーロ加盟国政府の苦境の前触れになるかどうかはまだ不明である。

ギリシャ危機に対処する際、ドイツ政府は、ECBの影響力だけでなく、フランスの影響力、あるいは自国の連邦銀行の影響力も弱体化した。今年、ユーロ圏経済の低迷が続くならば、加盟国の借入ニーズが増大し続けることが予想される。このことは、ユーロ圏の統一性に対して重大な疑義を生じさせることになるだろう。

ドイツ政府のギリシャ支援に対する強硬姿勢は、ドイツの法律問題であると同時に、EUの構造自体の問題でもある。しかし、ドイツの政府筋は最近、財政赤字をマーストリヒト条約で規定されたGDPの3%以内に削減する措置が遅れていると他の加盟国を厳しく非難している。ドイツ政府は、他の加盟国に対する不満を強めつつある。

2010年5月11日

### 欧州金融市場の安定

数日以内の流動性喪失と銀行間貸付凍結の可能性に直面して、蔵相たちは、システムミックリスクがあると直ちに判断した。蔵相は、この5月の状況は2008年のリーマン・ショックに似通っていると指摘した。そのため蔵相は銀行と協力して、自分たちの指示に従い、債務関連製品を買うようECB理事会に圧倒的圧力を掛けた。

欧州大陸の銀行の問題は市場で認識されている以上に重大であり、欧州の政治家が公的に認める以上にはるかに深刻だ。2007年の金融メルトダウン以降、英米は国内銀行の大規模な大掃除を引き受けてきた。

欧州の政治家および規制当局は、米国の地方/地域銀行に広く見られる“Extend and Pretend”（目をつぶり何も悪いことが起きていない振りをしてローン期間を延長する戦略）あるいは「Delay and Pray」（措置を先送りして事態改善を祈る戦略）などの日本式モデルに倣おうとしている。

市場は、将来を見通して、企業部門が米国以上に銀行に依存しているのであるから、欧州銀行の問題がユーロ加盟国の経済的展望に重大な悪影響を及ぼすことを認めるべきである。逆にいえば、欧州大陸の銀行の業績は企業部門の業績にさらに密接に相関している。残念ながら、欧州全域に及ぶ景気後退の情け容赦のない打撃のために、企業債務の不履行や滞納が増えている。

蔵相は、「無規律」で負債に苦しむ、弱いユーロ加盟国に対し財務規律に基づく経済成長を課すことがどんな結果をもたらすかを十分に考えていない。ドイツは、支援を求める政府は、マーストリヒト条約で規定されたGDPの3%以内という財政赤字の比率を3年以内に達成するための厳格な緊縮財政措置を実施しなければならないとする、強硬路線を維持している。またドイツは、公的債務の対GDP比率が高いすべてのEU加盟国に対して、その比率をEUの目標比率に戻すための措置を直ちに実施するよう要求した。

現実には、増税と支出削減はそれ以上に深刻な経済の減速をもたらし、その後には長期

的なデレバレッジと数年に及ぶデフレが続くことになる。実際、ギリシャ市民は長期的景気悪化を押しつけられた。ギリシャに課された緊縮措置に関して、多くのコメンテーターが次のような間を投げかけている。

蔵相は、弱体化したユーロ加盟国の借入ニーズは精査したが、強いユーロ加盟国の同様に増大した借入ニーズには十分な注意を払っていない。すでに触れたように、ドイツ、フランス、イタリアによる借り換えおよび公債の新規発行額が、今後数ヶ月間に1兆ユーロを突破する。そのため比較的頑強な借手が弱い加盟国を押しよけることになるだろう。

世界の資本はより流動性の高い代替市場に移動する傾向にある。そのひとつの結果として、米ドルに対してさらにユーロ安になるだろう。クラウドアウトおよび資金のグローバルな再配分のために、官民両分野を含め、ユーロ圏では資金調達コストが増大する可能性が高い。

そのため蔵相たちは、財務超過と増大する公的債務の管理に注意を集中させ、経済成長にはほとんど注意を払わなかった。また蔵相たちは、財政政策のコーディネーションを強化するメカニズムを検討しなかった。相互利益や欧州全域のためのいかなる意志決定のためにも、自国の主権をごくわずかでも譲ることを避けた。ユーロ加盟国は、共通目標を追求するかわりに、ドイツの支配に従うことを選んだ。

結論として、5月のユーロ圏の救済措置は、特に金融制度の悪化の緩和または先送りによって、ある程度の短期的救済効果を発揮したが、それは、ユーロ圏全体の将来の経済成長を犠牲にした救済であった。財務規律と既存債務の苦痛を緩和するためのさらなる債務の利用がユーロ加盟国間の唯一の合意分野であるならば、大半のユーロ圏の経済展望は、デレバレッジ、デフレ、景気後退に色濃く彩られたものになるであろう。

### ユーロ圏は団結できるか？

EC市場創設当初からEC、そして最終的にEUへと発展するに至るまで、財務分野で加盟国をひとつに結びつける接着剤の役割を主に果たしてきたのは、共通農業政策、CAPであった。

2013年が迫る今、多くのドイツ人は、ドイツが、農村部の有権者を支援するために近隣国にユーロを送る義務を課されない「普通」の国になるのを楽しみにしている。CAPが廃止されるか、大幅に縮小されれば、ECおよびその各種プログラムを支えている資金の流れが大幅に削減される結果になる。そうなればこのEU加盟国間の接着剤の効果が薄れ、ドイツの近隣諸国間で新たな内政的ストレスが生じるだろう。

ドイツの政治家は最近、ドイツが「普通」の国になるべきだとしばしば述べている。ドイツの政治議論においてこれは、他のEU加盟国を財務的に支援する義務をドイツがもはや負うべきではないということの意味する。

ギリシャ支援はくさびの先端であり、その後にはイタリアを含む他のPIIGSのより大規模な支援要請が続くと見られていた。CAPの未来も同様の結果に終わるであろう。CAPは今では、ドイツの競争力と規律の成果を奪い去って、それを競争力が弱く、非規律的な近隣国に移すためのメカニズムと見られている。

## 取引の乱高下

米国市場では、株式売買の約60%がコンピュータを利用したアルゴリズムによって管理されている。迅速なコンピュータによる取引は、このようなコンピュータ売買モデルの相対的役割を拡大した。またETF等の新たな投資手段が、数ミリ秒で膨大な取引ポジションを採ることを可能にした。

売買メカニズムおよび投資手段の技術革新に加えて、米国の金融市場は金融危機および深刻な景気後退の間に抜本的に再編された。その結果のひとつに、わずか数社の巨大金融機関に取引の力が集中したことがある。

情報処理によるレスポンスのパターンが特定される度に、大規模トレーダーは、自動的な漸増的反応を引き起こす見込みの市場インデックスやETFに投資する、「巨額の賭」を行うことができる。

取引速度の超加速、市場構成要素のプロキシの技術革新、情報処理による自動対応の組み合わせが、株式および商品市場のこれらの「巨額の賭」に対する敏感性を高めた。特に市場は、現在では極めて少数となった超大規模投資家の巨額の賭に対して特に敏感である。

2010年6月10日

## 金融市場改革

果てしない議論に巻き込まれるのを避けるために、金融関連法では、連邦議会の「意図」を具現する具体的規則を規定する役割が規制当局者に与えられることになるだろう。したがって、多数の多様な規制当局によって詳細な新規則が規定および施行されるまで、何が許可され、何が禁止され、またどのような要件が課されるのか分からない。

連邦議会は、他のG20諸国と合同で全世界の統一資本基準の制定をバーゼル銀行監督委員会に求めるといふ、大統領提案に賛成するだろう。2010年には、適切な資本基準に関してG20諸国の政府間に大きな意見のばらつきがあった。したがってこの作業には数年に及ぶ困難な交渉が必要になるだろう。言い換えるならば、今年施行された金融改革の最終的な影響は、来年またはそれ以降にならなければ明確に理解されないことになる。

金融改革法には、そのコストを誰が負担するのかという問題を解決せずに、TBTF（大規模過ぎて倒産させられない）企業の差押および清算権限に関する規定が盛り込まれることになるだろう。規制当局は、コスト負担の問題を解決するための提案の作成を求められるだろう。

## G20とバーゼルIII

ユーロ圏の指導者たちは、金融市場および各国の財政赤字の集団的監督を許可するかどうかが、またどのように許可するかを巡って争い続けている。

今年のG20サミットにおいて、欧州の指導者たちが金融市場改革に関して共通の立場を示

す可能性は低い。その一方、米国の圧力に屈したと見られるのを避けようとする可能性はきわめて高い。

2009年にG20の首脳たちは、世界経済の回復を求める収斂的な利害を有していた。今日では、その利害が次第にばらつきつつある。

早急かつ頑強な経済回復の希望に代わって、二番底の不況、銀行に対する信頼の崩壊、官民債券市場の悪化、失業率上昇に対する不安が浮上しつつある。昨年、首脳たちは適切な刺激策によって景気回復を支えることに合意したが、今年、大半のG20首脳は、「財務的持続可能性」と公的債務の抑制をそれよりも重視している。

G20首脳は、世界経済の回復は持続的であり、政府は安心して刺激策を中止し、支出削減と増税による公的債務の削減に集中できると暗に思い込んでいる。

### ユーロ圏金融市場の脆弱性

欧州大陸の各国政府は、過去2年間にそれぞれの銀行の真剣な「大掃除」を実施してこなかった。

銀行は今、緊縮財政のために景気回復が減速または停止し、その借手である企業の収益性が悪化すると見ている。欧州では企業と銀行部門が密接に関連しているため、歴然とした銀行分野の問題は欧州企業の回復にも打撃を及ぼす可能性が高い。

最近の銀行間貸付の新たな枯渇に対応するために、ECBは、3ヶ月間の流動性供給オペレーションにおいて「無制限」の流動性供給を引き受けると6月10日に発表した。ギリシャ緊急支援のためのEU合同措置に続いて、ECBは、銀行からの公的債務の買い取りを開始した。

このドイツの強硬姿勢のために、少なくとも信用危機の感染がドイツの企業および公的債務にまで達し、ドイツ国内の金融市場の安定性に脅威が及ぶまでは、悪化する公的債務危機にECBがより強力な対策を講じるのが妨げられるであろう。

ドイツ政府は、他のユーロ圏諸国に対し、安定成長協定で規定されたGDPの3%まで財政赤字を削減するよう求める要求を強めつつある。この「緊縮予算」の要求に他のユーロ圏諸国が合意すれば、ユーロ圏経済の脆弱な景気回復が停滞する可能性が高く、景気後退に逆戻りする恐れもある。

ユーロ圏の成長率に対する影響としては、停滞またはマイナス成長になるであろう。

ユーロ圏の数カ国の諸国では、世論の政治的抵抗が緊縮予算実施の障害になるであろう。

ドイツの国内消費は弱いですが、ドイツの指導者は、過去数十年間のドイツの経験がそうであったように、ドイツ産業には景気を好転させられるだけの輸出競争力があると考えているようだ。ドイツの製造業に関する最近のデータは、輸出受注がやや改善しつつあることを示しており、メルケル政権は強硬な財政姿勢を維持できるという自信を強めている。

### 世界経済の回復

世界経済回復の希望は、製造業の回復と世界貿易の強健な拡大を支える工業製品の輸出拡大という、広範に見られる期待に基づいている。

中国の対前年比での急速な輸出拡大が、こうした期待を支えている。2009年は輸出高が

記録的に少なかったため、2010年3月を前年同期に比較すると誤解を招く恐れがある。景気回復の確認には、前年同期比よりも前月比の方がより多くの情報を与えてくれる。

この世界貿易の減少は、1930年代の大恐慌以来、初めて見られた持続的な大幅減少である。

大きな疑問が残る。ドイツ、日本などの国において輸出競争力が主な成長牽引力であるならば、アンダーパーの世界成長期において誰が輸出の買い手となるだろうか？

密接に関連した株式および証券市場の回復は、力強い世界経済の回復を前提としている。回復が期待はずれであれば、重大なマイナスの市場調整が見られるであろう。

2010年7月12日

### 欧州銀行の脆弱性

市場の信頼を高めるために、欧州銀行監督者委員会（CEBS）は、銀行の資本レベルが適切かどうかを調べるストレステスト（健全性審査）をユーロ圏の91行に対して実施することを決定した。

ユーロ圏の銀行の資本には、自国政府および他のユーロ加盟国政府の公債が大量に含まれており、その評価方法が重要な問題となる。

ユーロ圏諸国の政府は、銀行への時価会計基準の適用を避けており、そのため2010年の各行の資本および貸付の会計評価結果は疑わしい。したがって、ストレステストの適用対象となる基礎データそのものが疑問視されることになる。

またCEBSは、ユーロ加盟国の銀行が今後数ヶ月間に必要とする巨額の借り換えを明らかにすることを避けている。今後数ヶ月は、全ユーロ加盟国（特にドイツ、フランス、イタリア）の借り換えおよび新規起債がピークに達する時期に当たる。第2四半期および2011年には、クラウドアウト圧力が強まるであろう。

CEBSのストレステストでは、ユーロ圏の銀行に広まっている、目に付きにくい流動性リスクが見落とされる可能性が高い。

ユーロ圏の大半の銀行経営者は、4,400億ユーロの金融安定化基金は、ギリシャ危機に端を発する官民の債務危機の感染に対処するにはあまりに小規模すぎ、ユーロ圏の各国政府が現在課している緊縮予算によって引き起こされるであろうユーロ圏経済の停滞あるいはマイナス成長に対応するのにも不十分だと考えている。

### 金と流動性

世界金融制度の流動性不足が、今年年頭以来、BISに対する金の預託が急増しているという最近のBISの開示によって間接的に明らかにされた。

これら金の預託元をBISが曖昧にしたがっていることが、興味深い事実をあぶり出している。金は目に見える資産である。金は、現金のように目立たない資産ではなく、人目を引く。金を現金に換える人があれば、その取引は困窮時の借入取引だと人から思われるだろ

う。それは、債務者が家の銀の食器や宝石を質屋に持って行くようなものだ。

IMFまたは加盟国政府の中央銀行が一部の銀行や中央銀行の間に入っている可能性もあるが、BISの金預託はほぼ間違いなくユーロ圏の流動性の悪化を反映している。

## 欧州の経済展望

英国の新政権が計画している大幅な支出削減は、今後数四半期に英国の経済成長に悪影響を及ぼすであろう。

欧州大陸の各国政府は、去年は大幅なマイナス成長となったが、今年から来年にかけてはプラスの経済成長が見られると予測している。

全ユーロ加盟国が、現在の意向通りに支出削減と増税に踏み切れれば、財政刺激策の効果が完全に消滅するだろう。したがって景気回復とプラスの経済成長の見通しは、輸出大幅増の期待に基づいていることになる。

やっかいなのは、この輸出大幅増の期待を満たす需要をどこで見つけるかだ。

## 高頻度取引の課題

2010年5月6日、30分に満たないわずかの期間にフラッシュクラッシュ（瞬間暴落）が見られた。2ヶ月に及ぶ分析、聴聞、追加パブリックコメントの要請の後、SECは、何が、なぜ起こったのかを依然解明できないでいる。

サーキットブレーカーは、特定株式の潜在的暴落の影響を軽減するには役立つが、現在のETF取引による大規模な暴落の再発防止には役立たない。

HFTの売買停止が流動性の大規模内部崩壊を引き起こし、株式市場全体の組織的崩壊を招く恐れがある場合には、サーキットブレーカーは無意味である。そうなった暁には、一部HFTのオペレーターが「誤報」が広まっていることを察知してコンピュータを停止させ、それらHFトレーダーは市場から退くことになるだろう。

従来、ブローカー・ディーラーは、市場流動性の主要な源であり、市場の継続的機能を保証すると見られていた。実際には、HFトレーダーは、相場維持業者としても機能するが、相場維持業者のような義務は負っていない。HFトレーダーは、取引活動に異常を察知すれば、自由に取引から撤退できる。急速な下げ相場になれば、HFトレーダーの不在が下げを加速することになるだろう。言い換えるならば、活発な取引中には、その大量の取引が、流動性は豊富であり、売手と買手はバランスがとれているという幻想を生み出す。しかし、HFトレーダーが市場を去れば、この幻想は一瞬にして消滅する。このように、HFトレーダーはしばしば市場の乱高下の緩和または抑制に役立っていると見られているが、その裁量により市場から撤退する自由を持っているため、実際にはシステムリスクを及ぼしている。

各HFトレーダーの目標の根本的相違、行動の無制限な自由、ポジティブフィードバック・ループへの明らかな依存に配慮して、サーキットブレーカーを超えた、ネガティブフィードバック補償メカニズムを工夫しなければならない。

取引を停止した「流動性提供者」に対して、一定期間、（全証券およびETFの）取引参加

を禁止するなどの新規則が考えられる。この規則によって、任意的な取引停止の決定に起因する市場暴落のリスクを軽減できる。新規則を考案する際には、HFTの除去ではなく、システムミックリスクの除去を目標にしなければならない。

リテールの視点からみれば、HFT技術は「バリュー・インベスティング」や「バイ・アンド・ホールド（長期保有）」投資コンセプトを覆したといえるかもしれない。HFTプラットフォームでは、1回の取引毎のわずかな利益を最大限に拡大できるよう、迅速化とボリューム拡大だけが重視されている。

実際には、個人トレーダーは、個々の企業の業績とは無関係の圧倒的な弾み買い駆動の力に直面している。

残念ながら、大資本金融機関のコンピュータ化されたアルゴリズムとHFTのインタラクションが、高速でほぼ検出不可能な市場操作の機会を創り出している。

これまでHFT現象は主に米国株式市場の現象であった。将来的には、この技術が米国内に限定される可能性は低い。HFT企業数はすでにそのネットワークや能力を欧州やアジアに拡大している。またこの技術は、株式市場を超えて、ほぼすべての売買資産へと拡大されるであろう。

これまで米国および欧州で検討されてきた金融市場改革の大半は、過去に経験したシステムミックリスクだけを反映し、金融テクノロジーの進歩によってもたらされる新種のシステムミックリスクにはほとんど関心が寄せられてこなかった。

2010年8月11日

### 米国経済の減速

これは、簡単な言葉で言い直すと、経済成長のペースが鈍り、7月にバーナンキ議長が連邦議会に対して再確認した、連銀の以前のやや楽観的な経済成長予測がもはや有効ではないことを意味する。

暗澹たる雇用展望、貯蓄率の上昇および世帯のデレバレッジは、消費が長期的に弱含むことを示唆している。

CRI指数の急勾配および継続は、景気後退への早期逆行を示唆している。

### 株式評価と経済のファンダメンタルズとの乖離

落胆させられる経済データが続々と発表されているにもかかわらず、株式市場では高値が続き、投資家はひ弱な経済ファンダメンタルズを無視している。

収益性は主にコスト削減によって達成されており、増収の証拠はほとんど見られない。

連銀はこの時期にバランスシートの規模縮小を認めることはできず、債権買い取りをアセットバック証券から「長期」財務省証券に移行させると、FOMCは8月10日に発表した。

世界中多数の国の国債にも利回りの低下動向が見られる。

利回りの急落は、債券市場の投資家が今後も継続的に経済が弱含みと見ていることを示唆している。

長期財務省証券と株式とのスプレッドの拡大は、維持可能とは思えない。過去の経験から見て、このギャップは、株式市場のマイナスの調整、債券利回りの急騰のいずれかによって埋めなければならない。8月10日の声明が示しているように、連銀は、長期証券の利回り上昇を阻止する立場を示している。したがって、株式市場のマイナス調整でギャップが埋められることになる可能性が高い。

株式および商品市場のマイナス調整が米国市場だけに限定される可能性は低い。

密接に関連した株式と商品市場のマイナス調整が、流動性への逃避を招き、小規模市場や低流動性タイプの資産から高流動性市場および高流動性資産に向かう資金の世界的流れが促されると社は見ている。流動性への逃避は米ドルと円、またおそらくスターリングポンドに向かうだろう。

「バリューインベスティング」または「バイ・アンド・ホールド」コンセプトは、取引の迅速化と保有期間の短縮化によって追い越されるようとしている。そのため、取引ボリュームの減少が、ますます短いタイムフレームで行われるコンピュータのアルゴリズムによって相殺されている。

自動投資モデルへの依存によって、株式市場は、消費の弱含み、高失業率、財政刺激措置の段階的縮小が及ぼす株価下落の引力に逆らい続けられるようになった。

要するに新財政刺激措置は、そのために再び景気が後退するとしても、早くとも翌春まで実現しない可能性が高い。

バーナンキ議長は、今後の見通しの方向をほのめかすことはできるが、理事の欠員が埋まるまで、具体的措置を特定する準備は整わない。

連銀が10月に実施する経済危機緩和のための措置が、オマバ大統領および民主党の現職下院議員にとって有利となる「政治的」なものと受け止められ兼ねないことに配慮して、バーナンキ議長は連邦議会選の直前に大胆な措置を打ち出すことは望まないだろう。

連銀の量的緩和（QE）が早期に拡大される可能性は当面、低い。「QE2」は実施されるだろうが、まだ先のことだ。またもし米国経済がデフレに陥るなら、今後のQE措置のどの程度有効なのか分からない。

経済が停滞またはマイナス成長に逆戻りしたとしても、今年末までに有意義な新たな財政または通貨措置が実施される可能性は低い。

## デレバレッジング

資本要件の強化は今後少なくとも10年先送りすべきだというのが、ユーロ圏の銀行規制当局に見られる唯一の有意義なコンセンサスのようだ。欧州の政治家は、貸出の縮小と資本比率の引上げを銀行に義務づける圧力を弱めることによって、ユーロ圏経済の安定性に対する第2弾の危機を回避できたと考えているようだ。

2010年9月5日

### 低迷する成長率と高騰市況

米国の経済ニュースは「落胆させられる」内容が続いているが、しかし株式市場はこれらのマイナス情報が示すようには下落していない。

株式市場の継続的上昇動向は、景気後退への逆戻りは許されないという通念に基づいているようだ。

全米のすべての州および地方政府が予算危機を迎えている結果、今後数ヶ月間の州および地方政府の雇用削減が、米国製造業の雇用増大を大幅に上回ることになるだろう。来年には、失業率を大幅に低下させるほど経済成長が力強くないことがより明白になるため、政策議論の焦点が「構造的失業」に移行すると見られる。

住宅市場の崩壊によって労働者の移動性が著しく損なわれた。このように家庭の富、雇用および消費は密接に相関するようになった。米国経済は依然、最終的には消費に依存する。家庭の貯蓄増大、信用の継続的引き締め、住宅価値の下落、退職金積立制度に対する脅威が続く中で、消費は今後も弱含む可能性が高い。

### ユーロ圏の展望はより明るいか？

米国経済が躓いているのに対して、欧州大陸は難局を脱し、今後上向くというのが、9月初めにおける世界経済に関する一般的意見だ。先月号で指摘した、欧州銀行のストレステストや公的債務のレベルに関する懸念は、忘れられているようだ。

この楽観主義と欧州銀行に対する特別貸付継続の組み合わせは、例外的な刺激措置からの「脱出」が再び延期されることを示唆している。特別貸付の継続は、欧州の銀行が今後さらに下支えを必要とするとECBが予想していることを示している。

現在課されている緊縮予算措置も、成長にブレーキを掛けるであろう。

大半のユーロ加盟国で公債の対GDP比も上昇するであろう。

冬になれば、ユーロ圏経済は再び景気停滞や後退に脅かされ、政府や銀行の金融危機が再発する可能性が高い。

### 経済的ナショナリズムの台頭

米国では経済的ナショナリズムと保護主義がすでに台頭しつつある。

現行法の単なる「執行」だという主張も見られるが、実際には、輸入規制を強化するために現行法および適切な是正措置の解釈が変更されている。

輸入規制を実施するためのこのような裁量の行使にはここ数十年間に大きな変化が見られたが、現政権において保護主義的意向が一層強まった。

不況と高失業率が続くこの時期に、オバマ大統領は、新たな国際公約は避け、その代わりに輸入制限に行政の注意を集中させて欲しいという労組の圧力に異例なほど応えてきた。

欧州が米国に変わって中国の最大の輸出先となったため、米国にとって中国からの輸出

は欧米にとってほど重要ではなくなった。人民元はドルに連動しているため、ユーロ安は、中国製品の競争力低下につながる。輸出需要がまだ弱いため、中国にとって、ドル高を促す誘因はほとんどなく、ユーロ安を阻止する強い誘因が働いている。議会における「チャイナ・バッシング」は、米国の雇用に対するその影響が弱まり、その代わりに望ましくない緊張を中国との間に生じさせる恐れがある。

2010年10月12日

### 機運の低下

今年のIMF/WB会議参加者の一般的懸念は、世界経済回復の機運が低下しつつあり、景気後退の縁に差し掛かっているということであった。世界的に見ると、工業生産の成長率は春以降鈍化しており、OECDの主要指数も、加盟国の成長率が低下し続け、再び景気後退に陥るリスクが増大していることを示している。

今年のIMF/WB会議参加者も、世界貿易と資本の流れの「再調整」を追求するための通貨戦争を懸念し続けている。

IMFを除いては、誰も中国、米国またはドイツに指令を発することはできない。

### QE 2：表面化した通貨政策

景気回復の持続性に対する不安が高まり、長期的な活気のない成長、停滞、または景気後退への逆行による雇用への悪影響が懸念される今、各国政府はさらなる行動が必要だと感じているが、経済を再び活気づけるツールを見いだせないでいる。

事実上、財政政策は麻痺している。通貨政策および為替政策だけが残されたツールのようだ。

プラス成長が続く可能性もある。しかし、不動産、州および地方政府予算、国および企業年金制度の財源不足、世帯および金融機関の広範なデレバレッジングなど、深刻な課題が山積している。

株式市場の出来高は極めて少ないが、基盤となる経済展望が暗澹としているにもかかわらず、ここ数日、株式および商品市場は連銀の資産価値浮揚措置を期待して再び技術的上限額を探っている。市場はすでに大規模なQE2を織り込み済みで、下手をすれば株式および商品市場の深刻なマイナス調整を引き起こす恐れがあるため、FOMCも簡単にはQE2を先送りできない。

金融市場の下支えが再び必要になったというのが、本当の理由かもしれない。米財務省と連銀の一部役員も、中国、ドイツ、その他政府に輸出依存の軽減と内需拡大に取り組むよう強いるための手段として、ドル安を利用したいと考えているようだ。

QE2が実施されるならば、将来にとって最も重要な問題となるのは、いつどんな条件下で出口戦略が実施されるかだ。

失業率の低下がQE2を終了させる条件になるだろうか。また、もしそうなら、特にインフ

レが再燃した場合、そのためにどの程度の期間が必要になるのだろうか。

### バーゼルIII

今後数ヶ月間、より厳格な基準と迅速なタイムテーブルに反対するのはドイツとユーロ圏のドイツを支持する国だけだということがより鮮明になるだろう。欧州の緊縮予算、借入コストの増大、輸出需要の減少、その他のマイナス要因が、ユーロ圏の経済をさらに減速させ、数カ国はマイナス成長に落ち込み、ユーロ圏全体も景気後退に逆戻りする可能性がある」と当社は見ている。

今年初めに急遽用意されたギリシャの金融危機救済措置およびユーロ安定化基金は、全加盟国の経済成長が鈍化している中で、ユーロ圏の金融ストレスに対処するには小規模過ぎることがやがて明らかになるだろう。また、財政難に陥った加盟国政府やその銀行への巨額の資金提供のために欧州諸国が再び力を合わせなければならなくなった場合に、加盟国政府が他国やその国の銀行への追加資金の移転を黙認するかどうか明かではない。

昨春の欧州の金融危機は、実際にはまだ終わっていない。数ヶ月間の眠りに就いただけだ。

2010年11月12日

### QE 2

バーナンキ議長が第2弾のQEを実施する可能性が高いと発表した際、連銀は株式および商品を下支えする意向だと市場はこのメッセージを解釈した。

底値変動の恐れが取り除かれ、ドル切り下げの心配がなくなると、食品、燃料、その他の商品価格が上昇し始めた。FOMCの11月3日の決定後、石油価格に導かれ、価格の上昇動向がさらに強まった。

したがって、QE2は大手銀行や多国籍企業にとっては有益だが、平均的世帯や大半の中小企業には苦痛となるだろう。QE2が資産価値を浮揚させるという意図通りに実施されれば、商品市場におけるその影響は、すでに所得の減少や伸び悩み、借金の増大に苦しんでいる、失業者や抵当流れのために住宅を失った世帯に特に大きな苦痛をもたらすだろう。このように、QE2は、景気後退の種をまいたともいえる。

### 浮上したユーロ危機

メルケル首相とショイブレ財務相は、ユーロ加盟国政府が今後支援を要請する際には、公的支援へのアクセスを最小限に抑制し、また債券投資者の公的債務再編のコスト負担を義務づけなければならないと宣言した。その後、フランスのラガルド財務相もドイツの意見に賛意を示し、投資家は今後の金融危機救済の負担を必ず担わなければならないと強調した。

これら声明が発表された時期から、ドイツとフランスは、どこかのユーロ加盟国政府が

近く支援を求めると予測し、今後の支援には、公的債務の「再編」を必ず含めなければならぬと考えていることが窺われる。単純にいうならば、ドイツ、フランスの政府いずれも公式にこれを認めていないが、少なくとも周縁部分に関しては、なんらかの形の債務不履行が不可避だということである。

アイルランド政府が支援を求めなければ、何らかの債務再編が行われ、投資家のアイルランド債券持ち分の価値が大幅に下落する可能性が高い。こうしたアイルランドの危機は、数週間以内にポルトガルにも広まるだろう。

11月初めの急速なユーロ安は、急速に悪化する金融危機に対処するユーロ圏諸国政府およびその議会の管理能力に対するグローバル市場の信頼が再び揺らいだことを示唆している。

皮肉なことに、ユーロ危機は、QE2のドル安目標に逆行する形で進んでいる。

### ワシントンの政治権力構造の変化

これら国政選挙の結果は、有権者のオバマ政権および民主党が多数を占める連邦議会に対する不満の表れと見られる。そのためオバマ大統領の権威と影響力は、大統領が所属する連邦議会の民主党議員の間も含め、大幅に低下した。

この新議会は、財政改革の一環として幅広い税制改革を検討し始めるだろう。ただし、広範な税制改革は速やかには実施されないであろう。

予算改革および税制改革を巡って延々と議論してもコンセンサスの成立には至らず、主要問題が2012年11月の次期大統領選後の議会まで先送りされる可能性も高い。