

潮流

債券バブルの行方

金融市場は過剰流動性に振り回されるのが常である。過剰流動性が跋扈しているときは、債券市場であれ、株式市場であれ、あるいは、不動産市場や国際商品市場も、“行き過ぎ”だと思いつつも、マーケットは一方向に大きく傾いていく。

1980年代の後半もそうだった。多くの日本企業がロンドン市場やスイス市場で外債を発行し、低利・多額の資金調達を行った。ときには、スワップレートや先物為替レートの関係で調達コストがマイナスになるという異常な事態も生じていた。そのような形で調達された資金が有用な設備投資に回っていれば問題は少なかった。しかし、安易に調達された、過剰な低利資金は不動産、株、非効率な設備に投資され、不動産バブル、株式バブルを発生させる一因となった。

デフレ圧力下にある日本は、今また、過剰流動性に振り回されている。日本だけではない。米国、ドイツ、英国などの先進国も、程度の差こそあれ、似た状況に置かれている。これは、市場経済が、先進国の周辺部に外延的に拡大するなかで、先進国の需要を上回る形でグローバルな規模で供給力が拡大したために、先進国が押しなべてデフレ圧力を受けるようになったためである。そのために、各国とも低金利政策が長期化し、その結果、グローバルな規模で過剰流動性が発生している。

英国や米国の不動産価格が高騰している一因はそこにある。国際商品市況の高騰の一因も世界的な規模での過剰流動性にあり、中国等急成長国の需要増加に加えて、巨額の運用資金を抱えた投機筋の動きが高騰を助長している。

日本の場合は、バブル崩壊の痛手の深さ、中国・アジアへの生産移転の加速、長期にわたる金融システム不安、期待成長率の低下などの要因が重なり、運用資金は、つい最近までは株や不動産には向かわず、債券市場に集中した。長期にわたるゼロ金利政策も債券市場への資金流入を加速させた。80年代後半が“不動産バブル、株バブル”の時代であったとすれば、今は、“債券バブル”の時代であるといえる。

問題は、この債券バブルの行方である。現在の景気回復の過程で、このバブルは“はじける”のか、否かである。結論を急げば、このバブルははじけそうで、はじけにくい、今の枠組みが変わらないまま、推移すると考える。すなわち、景気回復局面にあっても企業の借入ニーズは極めて限定的であり、金融機関等の投資の選択肢も限られる。デフレ解消期待とゼロ金利政策の転換時期の先読みから、国債が一時的に売られることがあっても、ほかに有力な投資手段がないなかでは、債券市場は若干の金利水準調整をする程度で、一定の均衡点に収束していくであろう。需給ギャップの残存と日本の潜在成長率の水準(1~2%)を考慮すれば、金利が大幅に高騰することは考えにくい。また、事実上、国債大量発行の受け皿のひとつとなっている日銀の国債買い入れも、債券市場の暴落を阻止する役割を果たそう。運用担当者は、まだ当面、はじけそうで、はじけない債券バブルと付き合う忍耐力を求められている。

(取締役調査第二部長 鈴木 利徳)