

# 次の欧州債務危機は円を揺るがす

## Market Eye

次の欧州債務危機が起こるとすれば、前回の2011年の危機同様、グローバルな資産価格インフレの崩壊と密接に関係している。しかも、次の危機は日本の金融システムを動揺させ、円からの逃避を引き起こすだろう。それは今世紀2回目の資産価格インフレの中で、日欧が過激な金融政策を極限まで追求したことの不可避的な結果と言わねばならない。

2度におよぶグローバル資産価格インフレの元凶は米連邦準備理事会(FRB)である。欧州中央銀行(ECB)と日本銀行はFRBと足並みをそろえて金融政策を推進し、1回目の資産価格インフレ(2003~07年)を助長した。2回目の資産価格インフレでも米国の「金融実験」を大胆に採用し、多くの資産市場で投機熱が異常に高まる結果を招いた。

2回目の資産価格インフレにおけるバブルの震源は、アジアの信用市場だ。日本経済は間接的にそれで潤

ハドソン研究所 シニアリサーチフェロー

## ブレンダン・ブラウン氏

ってきたが、今後、不健全な投資と金融システムの脆弱化という、バブルのツケが回って来るだろう。

## 資産価格はデフレに

歴史はそのまま繰り返すわけではない。次に来る欧州債務危機は、前回とは違う形で、グローバルな資産価格のデフレに収束するだろう。バブル崩壊の口火を切るのは、世界的に大幅に膨張したBBB格社債市場だと予想される。それがジャンク債や未公開株に飛び火し、さらに脆弱な欧州債市場を巻き込む。最初に巻き添えになるのはイタリアだろう。

あるいは欧州債務危機が先行し、それがBBB格社債市場の暴落を早めるというケースも考えられる。この場合、引き金となるのは欧州の政治的不安定さだろう。今秋にはイタリアとドイツで総選挙が予定されている。その結果次第では、ドイツからイタリアへの巨額の資金の流入が



途絶えることもあり得る。

今日の金融市場では、多くのトレーダーが条件反射的に過去の成功パターンを踏襲し、リスク回避のため日本円を買う。だが次の危機では円買いは悲惨な結果を招きかねない。

前回の欧州債務危機の際に円高になったのは、主にキャリートレードの破綻が原因で、この点が前回の資産価格インフレの特徴だった。誰もがこぞってゼロ金利の円を借り、スペインの住宅や、サブプライムローン絡みの不動産担保証券の購入に充てた。日本の金融機関は相対的に安全だとみなされていた。

だが今回、BBB格社債やフランスとイタリアのソブリン債を含むグローバルな信用バブルの崩壊は、日本の貯蓄を脅かしかねない。金利収

入が枯渇する中、金融機関の多くはバブルの恩恵にひたりにながら、健全な外見を取り繕ってきた。

## 日本の年金にも痛手

仮にバブルが崩壊すれば、高齢化が進む日本の年金基金に深刻な穴があくだろう。ドル短期資金の調達を増やし、リスクの高い債券を積み上げてきた日本の金融機関は、借り換えが困難になったことに突如気づく羽目になる。そうなれば、通貨市場ではドル需要が急増するだろう。

日本の預金者が今すべきなのは、ドルの現金と米国債を買い増すことだ。日本人投資家はまだ間に合ううちに、欧州債務危機が及ぶ資産から、米国へと資金を移すほうが賢明だろう。前回の危機では、円とユーロの持ち高を減らすのが遅れたグローバル投資家は手痛い損失を被り、国際的な準備通貨の基準を満たすのがドルだけだと痛感した。

以上のことは、仮にFRBが利下げをして、ドルと他通貨との名目金利格差が縮まっても起きる可能性がある。金利格差が国際的な通貨選択における決定要因でないことは、歴史がはっきり示している。