

令和元年 9 月 7 日

国際共生創成協会 熊野飛鳥むすびの里 第 7 回勉強会
金融について

松尾雄治

1971 年のニクソンショックにより、金（きん）と米ドルの交換が停止されました。その結果、通貨市場は、固定相場制から変動相場制に移行しました。米ドルは、ニクソンショック以降も基軸通貨としての地位を維持していますが、金の裏付けがないため、その価値は常に不安定です。

特に 1972 年に通貨先物取引が始まり、1973 年にブラック＝ショールズ・モデルが発表されたことで、通貨市場にデリバティブ取引が浸透し、ドルの価格変動（ボラティリティ）は一段と激しくなりました。ドルの変動は、否応なしに円を始めとする他の通貨の変動をもたらします。一連の動きは為替市場における投機を煽ります。現在では、実需の 300 倍もの投機が行われていると言われています。

日本は、ニクソンショック以降も、基軸通貨としてのドルを支えるために官民を挙げて米国債を買い支えてきました。このことは、結果として巨額の損失をもたらしました。例えば、1985 年のプラザ合意以降、1995 年までの 10 年間で円換算した米国債の価値は 7 割減価しました。急速な円高が進んだためです。

日本は、ニクソンショックによって、本質的にはドルが基軸通貨ではなくなったことを見抜いて、自国通貨である円の経済圏の拡大を目指すべきでした。このことは、特に 1990 年代、ホットマネーに金融システムを攻撃され続けていたアジア新興国や、冷戦崩壊により経済が破綻していたロシアにとっても、望ましいことのはずでした。

しかし現実はそうなりません。日本は今でもアメリカ発のグローバル資本主義に組み込まれたままです。むしろ制度を変更してでも追従しようと躍起になっています。リーマン・ショック後は、コンピュータを使った高頻度取引（HFT）が台頭、暴走し、グローバル資本主義そのものが破綻しつつあるにもかかわらずです（参考資料 1「JP モルガンとドイツ銀行の貸借対照表」参照）。

ここでは、第二次安倍政権が 2013 年に発動した、いわゆるアベノミクス以降、日本の金融がどのように変化してきたのかを説明します。具体的には、①. 日本取引所グループ（旧東京証券取引所）、②. 日本銀行（日銀）、③. GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）、④. 日本政府及び財務省、の 4 つの公的機関の動きを整理します。

日本取引所グループ

日本取引所は、東京証券取引所と大阪証券取引所の合併により、2013年に発足しました。翌2014年には、現物取引を東京証券取引所が引き継ぎ、デリバティブ取引を大阪取引所（大阪証券取引所から改称）が引き継ぎました。

日本取引所は、アベノミクスに歩調を合わせるように、2013年5月からコロケーションを開始しました。コロケーションとは、取引所内に、取引参加者の機器等を設置するサービスです。取引所内にコンピュータを置いて取引する方が、シカゴから取引するよりも処理速度が早いという発想です。100万分の1秒の速度で取引を行うHFT業者向けのサービスです（参考資料2「コロケーション売上高」参照）。

コロケーションにより市場の流動性が求められるようになった結果、2014年1月から、TOPIX100（TOPIX Core30にTOPIX Large70を加えた100銘柄）の呼値（価格の変動単位）が、1円単位から10銭単位に引き下げられました。このことがHFTの更なる浸透をもたらしました。

2015年1月には、日経平均先物を上場しているシンガポール取引所（SGX）のコロケーションサイトとの接続を開始しました。また、2017年10月には、同じく日経平均先物を上場しているシカゴマーカンタイル取引所（CME）のコロケーションサイトとの接続を開始しました。これで、日経平均先物を上場している上記三取引所のコロケーションサイトがつながり、HFT業者を始めとするグローバル資本主義による、三市場をまたいだ24時間グローバル・トレーディングが可能になりました。なお、CMEは2017年からTOPIX先物も上場しています。

2018年12月には、日本取引所が「市場再編」を発表しました。自分達が審査して承認した一部上場企業に対して、「時価総額が足りないから、やっぱり二部に落とします」ということをやろうとしています。流動性の高い銘柄だけを一部上場として残し、呼値を引き下げることで、HFTの取引対象銘柄を増やそうということです。再編後の一部上場企業には英文会計が義務付けられることも検討されています（参考資料3「東証、4市場を3区分に再編」参照）。

二部に指定替えされそうな時価総額の小さい企業は、格付け機関と空売り業者に狙い撃ちされることから、戦々恐々としています。これらの企業は、ROE病も相俟って、先人達が営々と積み上げてきた利益剰余金を、自社株買いと配当で吐き出し、時価総額を上げることに躍起になっています。

日本銀行

2013年4月に、日銀の黒田総裁は、いわゆる異次元緩和を発動しました。これは、①. 日銀が国債を買い上げて市場に大量の資金供給を行えば、②. 銀行の融資が容易になり、③. 企業が資金調達をしやすくなり、設備投資が増し、競争力が高まり、④. 従業員の所得増、消費増につながり、⑤. 景気拡大と税収増をもたらす、という発想です。

翌月の5月に、上記の通り、日本取引所がコロケーションを始めています。日銀の国債買い上げに伴って吐き出された資金が株式市場に循環することを見越してコロケーションを始めた、とも言えます。

翌2014年10月には追加緩和が発動され、年間の国債購入枠が年間80兆円に拡大されました。更に2015年12月には、ETFの購入など、補完措置が発動されました。2016年1月には、わが国においては前代未聞となるマイナス金利が導入されました。一連の緩和措置により、④の所得増、消費増がもたらされたか、というと、残念ながら、さほど効果はありませんでした（参考資料4「家計最終消費支出推移」参照）。

一方、異次元緩和で日銀のバランスシートは劇的に膨張しました。異次元緩和前の2013年3月末時点の日銀のバランスシートは164兆円でしたが、直近の2019年6月末時点では564兆円と、3.4倍に膨らんでいます。6年3ヵ月で、約400兆円の増加です。このうち、いわゆる財政ファイナンス（政府からの国債引き受け）に350兆円、ETF購入に約24兆円が積み込まれました（参考資料5「日銀のバランスシート」参照）。

黒田総裁は、2016年2月24日の衆議院財務金融委員会で、「長期金利の指標である10年物国債の利回りが年1%上昇するなどして価格が下落した場合、日銀が保有する長期国債の時価は21兆円減少する」と発言しています、当時（2015年12月末）の日銀の国債保有残高は325兆19億円でしたが、2019年6月末現在の保有額は476兆円です。金利感応度は一段と拡大しているはずですが。

もし、黒田総裁がことあるごとに発言しているように、日本がデフレを脱却し、消費者物価が2%上昇した時は、日銀の損失は、2015年12月時点の単純計算でも42兆円になります。直近のバランスシートでは、損失額は更に巨額になるはずですが。

財政ファイナンスは景気が悪いからこそ維持できる打ち出の小槌であり、景気が回復したら困る、というのが黒田総裁の本音のはずですが。黒田総裁の真の狙いは、金利の実質的な固定化により、国債制度を維持することにあるのではないかと考えられます。

GPIF

GPIF は 2006 年に発足しました。2019 年 6 月末時点の運用資産は 160 兆 6,687 億円であり、世界最大の年金基金です。GPIF の使命は、年金財政の激変緩和機能を発揮することです。日本は、人口減、特に勤労者の減少により年金保険料収入が傾向的に減少しています。同時に、高齢化により、年金支出が傾向的に増大しています。このままでは、年金制度はいずれ破綻することになりかねません。しかし、その一部を運用し、運用益を確保できれば、その分だけ年金保険料収入の減少を補うことになります。

2014 年 10 月に、GPIF は基本ポートフォリオの変更を行いました。日銀の異次元緩和の追加緩和発動と同じタイミングです。それまでは、日本国債の比率がポートフォリオの 6 割を占めていました。年金は出来るだけ安定的に運用して、少なくとも損を出さないことが何よりも大切なことであるため、このことは自然なことでした。

しかし日銀の追加緩和発動により、日本国債の利回りが低下し、期待される運用利回りの獲得が難しくなったため、リスクの高い日本株への投資比率が高まりました。2019 年 6 月末時点では、日本国債の比率は 26.93%にまで減り、日本株の比率は 23.50%まで増えています。国債と株式の保有比率がほぼ同水準というポートフォリオは、いわゆるファイナンス理論では考えられない構成です。

現時点では、GPIF の運用パフォーマンスは利益を確保しており、激変緩和の使命を果たしていると言えます。2018 年度第 3 四半期（10-12 月）には、比較可能な 1998 年以降で最大となる -9.06%（14 兆 8,039 億円）のマイナスを計上しましたが、それでも年度（1 年間）では +1.52%（2 兆 3,795 億円）とプラスを確保しました。2019 年度第 1 四半期（4-6 月）も +0.16%とプラスを確保しました。2000 年度の市場運用開始以来の年率換算パフォーマンスは +3.00%であり、累積収益額は 66 兆 777 億円に達します。

ただし、株式への投資比率が突出して高いため、運用パフォーマンスがボラタイルになることは免れ得ません。年金財政の激変緩和機能を果たすべき GPIF が、日銀の追加緩和の煽りを受けて、リスクの高い株式投資に巨額の資金をさらしています。

昨今では HFT とグローバル・トレーディングの普及により、資産クラス間の相関係数が高まっており、運用環境はますます厳しくなっています。また、米国債への投資比率が急に高まっており、政治的な圧力がかかっている可能性があります（参考資料 6 「GPIF 全資産クラスで損失の危険」、同 7 「GPIF の米国債保有額が 5 割増」参照）。

日本政府及び財務省

アベノミクス以降、日本政府と財務省は、日銀に国債を引き受けさせています。いくら赤字を垂れ流しても大丈夫、ということになれば、財政規律は弛緩して、とめどもない財政拡大をもたらしかねません。実際、赤字国債の累積債務残高は加速度的に増加しています（参考資料 8「公債残高の累増」参照）。

日銀の異次元緩和とマイナス金利政策の発動により、金利は極めて低い水準で推移しています。そのため、政府の国債利払い費は一定の水準で推移していますが、いつまでもこのような安定的な状況は続きません（参考資料 9「利払費と金利の推移」参照）。

安倍政権が、本気でデフレ脱却を目指し、実際に景気が上向いて、金利が上昇すれば、利払い費が増加し、政府支出がそれだけ圧迫されます。その結果、政府支出のその他の項目が圧縮されることとなります。もし、社会保障費用を始めとする各支出項目を減らすことが困難な場合、赤字国債を追加的に発行することになるでしょう。

利払い費の増加が国債発行増をもたらす、それが利払い増をもたらす、というスパイラル現象が日本の財政に組み込まれた結果、他の支出項目を圧迫するクラウドディング・アウトをもたらしています。財政赤字の増加は将来世代に悪影響をもたらす、と言われますが、実際は、利払い費増により、現在の財政を直撃しています（参考資料 10「令和元年度一般会計」、同 11「債務残高の国際比較」参照）。

例えば、近年、顕著に増えた激甚災害も、もしインフラの劣化を防止するための潤沢な予算があり、メンテナンスを着実に実行していたならば、被害をもっと小さくすることができたかもしれません。インフラの劣化とは、要はメンテナンスが出来ていないということであり、そのための財源がない、ということです。無尽蔵の赤字垂れ流しの悪影響は、現在の我々の生活に出始めている、と言えます。

このような状況下、財務省は、外国為替特別会計を通して、巨額の米国債を保有しています。その額は 150 兆円とされています。政府と財務省は、国家予算の 1.5 年分の巨額の資金をアメリカ人の借金の肩代わりとして差し出しておきながら、財政赤字の改善のためと称して 10 月から消費税の増税に踏み切ろうとしています（参考資料 12「外貨準備高推移」、同 13「外貨準備高比率」参照）。

アベノミクス以降の公的機関の動きをみると、米国及び米国発のグローバル資本主義に、国富を差し出しているようにしか見えません。