

# 政策の先行き

## COVID-19 以降のトレンド

2020 年 5 月 28 日

(原文 : 2020 年 5 月 21 日)

# 政策の先行き

世界金融危機から 10 年が経過し、世界経済はさらに深刻な景気後退に直面しています。2008 年とは異なり、その発生源は金融ではなく、世界全体に一度に影響を与えるパンデミックです。新型コロナウイルス（COVID-19）の拡散を封じ込めるために世界中で実行された経済活動の封鎖は、大恐慌以来の急激な経済収縮を引き起こしました。政策立案者は、経済的ダメージをできる限り緩和するよう、迅速に対応してきました。意図するところは、企業に一時的な流動性を提供し、労働者の失われた収入を補填することで、経済回復への筋道をつけることです。

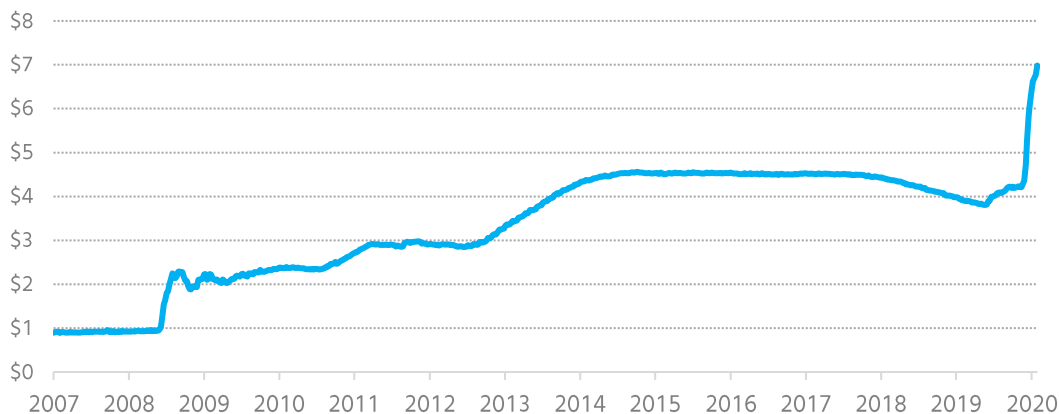
金融危機からの顕著な変化は、財政政策が前面に出てきたことです。中央銀行もまた、より広範な金融市場への影響を最小限に抑えるために積極的な試みを行ってきました。現在の景気後退の先にある回復と今後のサイクルに目を向けると、政策立案者は金融政策との協調を強めながら、財政政策にも目を向け、経済に影響を与えようとする可能性があります。

ほとんどの中央銀行は、基準金利を下げる余地がほとんどない、もしくはあるとしても、ゼロ金利を下回ることは良い面よりも害の方が大きいという懸念を有する中で、この不況に突入しました。低金利は借入を促進し、ひいては支出や投資を促進すると考えられています。しかし、今回の景気後退は金融引き締めが原因ではないため、金利の引き下げによる影響は限定的であると考えられます。

そのため、中央銀行は量的緩和（QE）や緊急融資などで危機に対処しています。世界金融危機を通じて、これらのプログラムが、流動性主導による金融環境の逼迫を防止し、経済・市場の下降スパイラルを回避する効果があることが明らかになっています。しかし、今になって考えると、QE は実質経済成長の促進にはあまり効果がなかったことが分かります。企業の投資意欲を高めることはあまりなかったように見え、また、消費者物価のインフレを引き起こすどころか、資産価格のインフレを促進したのです。

今回の危機においても、中央銀行は市場に流動性を供給するために再び QE と融資枠を利用しました。米連邦準備制度理事会（FRB）は、これまで積極的にバランスシートを拡大してきたほか（図 1）、米国財務省と連携して社債を購入することで、企業に直接融資を行ってきました。FRB の行動は金融情勢を緩和し、市場の下落に短期的なフロアを提供していました。もっとも、QE だけでは所得を失った家計へ直接的に支援することにはなりませんし、市場で資本を調達しない中小企業にロックダウンを乗り切るための生命線を担保することもできません。

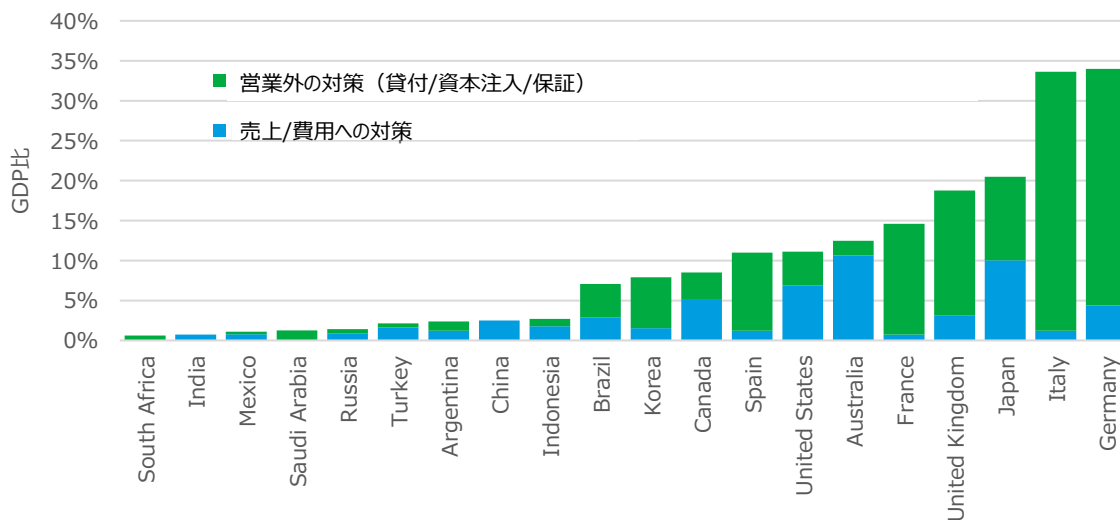
図 1. FRB の資産残高 (兆米ドル)



Source: Bloomberg

政策立案者はこのことを認識しています。世界各国の政府は、ロックダウンが終わるまでのギャップを埋めるために、家計や企業への財政支援を実施しています（図 2）。例えば米国では、家計の支払いと企業への融資を含む、総額で GDP の 10%を超える計画が可決されており、さらなる支援が検討されています。

図 2. COVID-19 に対する財政政策 – 2020 年 4 月



Source: IMF

これにより、現在の景気後退を乗り切ることができる、より積極的な財政政策へとトレンドが向かい始めると期待しています。近年、多くの国でポピュリズムが台頭したことで、政府の財政赤字に対する政治的な懸念は全体的に後退してきています。QE の効果がまちまちであったこともあり、より広範な財政的手段の活用を提唱する政策立案者が増えています。COVID-19 危機は、金融当局と財政当局のより一層の協調を求める声を加速させました。

現代貨幣理論 (Modern Monetary Theory: MMT) は、金融政策と財政政策を組み合わせることを提唱する経済理論の一つです。MMT の支持者は、金融政策だけでは景気後退に対処するには不十分であると指摘しています。独立した中央銀行や金利政策に頼るのではなく、政府が支出、税金、負債の管理等を通じて、景気循環の管理に主な責任を負うべきだというのが、その主張です。この理論は、自国通貨を発行する政府は、経済の供給能力を上限に、財政赤字を拡大できるとしています。また、不況時には、債務の発行ではなく、主に貨幣の供給によって多額の財政支出を行うことを要求しています。これにより、生産格差が解消され、より限定的な財政刺激策しか使用しない従来の金融政策よりも早く、完全雇用に戻ることができるはずであるとしています。さらに、この理論の支持者の一部には、雇用保証制度を導入し、常に完全雇用を確保するべきであると主張する者もいます。

MMT の支持者は、経済の実質生産能力が財政支出の唯一の制約要因であると考えています。経済が生産能力と同水準で稼働すると、インフレ圧力が高まり始めますが、その時点で政府は増税、歳出削減、金融引き締めを行い、インフレが目標以上に上昇するのを防ぐこともできます。

この枠組みの前提は、世界金融危機後に QE が経済活動の活性化にはそれほど寄与しなかった理由を説明するのに役立つかもしれません。2010 年に始まった先進国全体の財政緊縮傾向は、QE が政府債務の満期プロファイルを変化させただけであり、オーバーナイト物の準備預金が満期の長い債券に変わっただけであることを意味しています。これにより、長期債のタームプレミアムが圧縮され、借入コストが低下したと考えられますが、信用創造や需要への影響は限定的でした。信用創造への制約は、銀行の準備不足に起因するものではなく、むしろ銀行規制の強化と、民間部門の貯蓄増加に伴う信用需要の低下が重なって生じたものでした。

しかし、金融政策と財政政策が協調的に行われるべきだという考え方は、今に始まったことではありません。「ヘリコプター・マネー」は、経済学者のミルトン・フリードマンが提唱した概念であり、2002 年には当時 FRB 議長であったベン・バーナンキがそれに倣った発言をしています。これは、中央銀行が家計に現金を移転したり、財政刺激策に直接資金を提供したりすることで、インフレを促し、経済成長を刺激することができるという考え方です。典型的な財政刺激策とは対照的に、ヘリコプター・マネーは、債券を発行する代わりに、マネーサプライを恒久的に増加させることでその資金を賄うことになります。

国民皆保険制度やヘリコプター・マネー、その他同様の提案に懐疑的な人々は、中央銀行の独立性が失われ、貨幣や信用や支出を、創出あるいは配分する権限が政治家の手に委ねられることを懸念しています。確かに、潜在的には、これらの政策によって資本の配分を誤り、民間部門の資金需要を抑制してしまう可能性があります（クラウディングアウト効果）。また、選挙で選ばれた政治家が権限を持つことで、「パーティーが盛り上がっている時に酒をさげる（FRB 議長を務めたウィリアム・マーティンが中央銀行の役割として述べた言葉）」という規律が緩まる可能性があります。さらに、MMT の反対派は、このようなアプローチは経済成長の鈍化とインフレ率の上昇につながる可能性が高く、将来的にはより大きな危機の種をまくことになる」と主張しています。

COVID-19 による危機は、積極的な財政措置を含む前例のない政策の実行を政策立案者に強いることになりました。現在行われている FRB と米国財務省の協調はその一例です。巨額の財政赤字を抱えると同時に、無制限に政府証券の買い入れを実施するという FRB の公約は、明らかにヘリコプター・マネーと財政ファイナンスへの境界を越えています。これはまだ始まりに過ぎないことが、今後明らかになるかもしれません。世界経済がロックダウンから脱却した後、インフラや教育などの分野では、さらなる財政刺激策が行われる可能性があります。中期的には、家計所得支援政策を維持したいという政治的要求があるかもしれませんが、最終的には普遍的なベーシックインカムにつながるかもしれません。また、既存の社会的セーフティネットを強化するかもしれません。他にも、多くの政治家は、気候変動リスクやその他の重要な問題に取り組む好機であると考えています。

この未曾有の危機における、強力な財政・金融的措置は、人々の苦しみを緩和し、経済への恒久的なダメージを可能な限り緩和するために必要な一時的な措置です。この危機が去った後の金融・財政政策の方向性は、長期的な意味合いを持つ可能性があります。もし、財政政策と金融政策が一体となって、将来の景気後退に対処するために慎重に活用され、生産性を向上させるインフラや教育への長期的な投資を促進することができれば、トレンド成長率を改善し、デイスインフレ圧力を緩和することができるでしょう。しかし、慎重さにはある程度の懐疑論が必要です。我々は、経済が過熱し始めた時に、政治家が増税と支出削減を行う規律を持ち合わせている可能性が低いことを懸念しています。

## 投資へのインプリケーション

より積極的な財政政策を実行する可能性があるということは、最も一般的なダウンサイド・シナリオがデフレからスタグフレーションに徐々に移行する恐れがあることを示唆しており、市場は長期的なインフレリスクを過小評価しているのではないかと考えられます。市場におけるインフレ指標は、中央銀行がインフレ目標を達成できないであろうことを示唆し続けています。ベン・バーナンキの言葉を借りれば、政府は一度決心すれば、いつでもインフレを引き起こすことが可能です。現在の景気後退期以降も

大規模な財政ファイナンスを政府が行うと市場が期待し始めれば、インフレリスクの高まりに対応して長期金利は上昇するはずで

す。この場合、インフレ率が 1970 年代のような水準にまで上昇することはないと思われませんが、たとえ一桁台半ばのインフレ率であっても、多額の負債を抱える債務者や低インフレが半永久的に持続するとの期待の上に成立している資産価格にとっては、不安定化の要因となる可能性があります。このようなシナリオでは、固定利付債はもはや株式に対する有効なヘッジとしての役割を果たさなくなるでしょう。アセットオーナー、特にインフレ感応度が高い負債を有する投資家は、インフレ連動債などのインフレヘッジ資産や、厳選されたインフラストラクチャーや不動産など、インフレ感応度が高い資産へのエクスポージャーを増やすことを検討する可能性があります。また、実質金利がマイナスに転じ、インフレリスクが上昇する局面では、金にも魅力があると考えられます。



**Anthony Brown**  
US Director of Capital Markets

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

## ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性がございます。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は[www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest)をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません