

# Blog #14 新しい（異）常態

## — New (Ab)Normal

株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ

代表 伊藤 武

2020年11月27日

新型コロナウイルス後の世界は大きく変貌し、社会の構造的変革を喚起しています。時代の流れに即応するには世界、国家、社会及び個人の将来に大きなチャレンジが待ち受けています。資産運用業も今後の世界的展開に取り組む必要性に迫られ、コロナ後待ち受ける新しい常態に対応しなければなりません。株式市場を観察するに当たって、過去の常識から逸脱する現象が多く顕在化しています。今回はそれらの要因を探る試みです。

既に記述してきましたが、世界保健機関（WHO）がコロナをパンデミックと命名した時点で世界株価は急落し、アメリカを中心に主要株価指数は30%強下落し、いわゆるベアマーケットに突入し、株価回復にはかなりの時間を要するのが歴史的に常識とされています。今回のパンデミックは100年に一度と言われる世界を翻弄するウィルスで、開発されているワクチンが普及することにより何とか対応の兆しが見てきました。世界を襲う疫病に対し、本来は少なくとも数年はかかるワクチン開発は人類の叡智を結集することにより奇跡的に早期実現する見通しとなり、全世界が勇気づけられています。とは言っても世界の感染者数は6000万人、既に死者数は50万人を超え、そして現時点では第二波の猛威に襲われ、改善の目途が全く立っていないのが現状です。

### コロナ禍第二波さなか史上最高値を更新する株式市場

今年の春の第一波の時点で、主要国はロックダウンを実施し、2020年の第2四半期は、回復途上に向けた中国を除き、世界は過去最悪の経済停滞を経験しました。未曾有の金融緩和と財政出動は経済活動を復活させ、景気も最悪の事態からの急回復を予測するに至っています。とは言え、2020年は戦後最悪の景気後退となり、2021年に期待する回復が実現して世界GDPはようやく2019年の水準に戻り、2年間の経済停滞を経験することとなります。IMFの直近の予測によると、世界経済2019年の実質2.8%成長に対し、2020年はマイナス4.4%、そしてコロナ問題が再度悪化しない前提で2021年はプラス5.2%となっています。それも発祥国でありながらコロナ禍を克服した中国の貢献に依存しています。中国経済の予測は2020年プラス

1.9%に対し来年はプラス8.2%です。今年のGDP予測はアメリカがマイナス4.3%、ユーロ圏はマイナス8.3%、そして日本はマイナス5.3%となっています。

戦後最悪の景気停滞が確実となっている最中世界株式市場は急反騰し、アメリカの主要株価指標はいずれも史上最高値を更新しています。2019年末の年間株式市場予測は、世界経済が3%程度の成長を遂げるのを前提として、10%程度の株価上昇がコンセンサスでした。その時点では11年間継続したブルマーケットに対する警戒感も高まっていました。コロナは突然襲った天災で、もしそれが予見出来ていれば、今年の市場に対しては極めて厳しい予測となっていたでしょう。ところがコロナ災害により、世界経済成長予測がプラス3%からマイナス4%強に転じたにも拘わらず、アメリカ株式市場は9月に史上最高値を更新するに至ったのです。

### リーマンショック後の主要国経済政策

2008年に発生した世界金融危機は世紀の大不況に陥る懸念をもたらせました。対応した経済政策は未曾有の異次元金融量的緩和策（QE）で、お金を積極果敢に供給することにより経済の活性化を試みました。米連銀（FRB）が率先し、その後日銀及びヨーロッパ中央銀行（ECB）が追随しました。他方、財政政策は財政赤字拡大とインフレ創出懸念から、初期の積極な対応後は、正常化に戻す努力がなされました。ところが2017年末施行のトランプ大統領抜本減税で財政の規律は完全に遠のいてしまいました。当時無謀と見られた1.5兆ドル規模の減税は法人税率を35%から21%に引き下げ、個人減税は圧倒的に富裕層を優遇したものでした。当時は共和党支配の上院でかろうじて成立し、極めて不人気な税制となったのですが、その後景気浮揚効果をもたらし、失業率も歴史的に低い3.5%を達成し、経済政策に関しては今回の大統領選挙でもトランプ大統領は高い評価を受けています。

### 金融政策の展開

コロナ禍の主要国経済政策は、リーマンショック後に試みた経済政策の延長線上にあり、コロナにより一層大胆な試みとなっています。2008年の世界金融危機発端時点で、日銀、FRB及びECBは合算して各地域国債を合計約4兆ドル保有していました。上記異次元量的金融緩和策（QE）実行後主要中央銀行の保有資産は急増し、2020年の春には保有資産は11年間を経て14.6兆ドルに拡大しました。アメリカは金融政策の正常化を試み、2016年以降資産売却を実施し、保有資産を4.5兆ドルから2.9兆ドルに縮小したのに対し、ECBと日銀は資産購入を継続してきました。日銀は現在年間80兆円の国債を買い占めています。中央銀行が資産を増やすということはその金額に相当する資金を市場に供給することです。要はお金をばらまいているのです。結果として、世界の金利は限りなくゼロに収束するかマイナスとなっています。QEの狙う効果は調達金利を安くし、景気を刺激することですが、实体经济以外に余剰資金の多くが証券投資に投下され、金利低下、株や不動産価格を釣り上げてきました。コロナ発生後はパンデミック経済危機から救済する目的で、主要中央銀行はQEを大幅に加速させ、7カ月間で日銀、FRB並びにECBの資産合計を更に7.2兆

ドル膨張させ、11月には21.8兆ドルの資産に増大しています。それに止まらず、コロナ後の景気が立ち直るまではQE継続が確実視されています。FRBは市場不安を払拭するため景気の回復及び目標インフレ率2%を超えるまではQE継続を公約しています。結果として、世界の負債総額も急激に拡大しています。年初来負債は15兆ドル増大し、年末までに277兆ドルに達する見通しとなっています。となれば、2020年末に負債総額は世界GDP比365%となり、1年間45%の拡大となり、益々借金漬けとなってしまいます。ケインズは1930年代の世界恐慌時代に財政政策を強調し、金融緩和のひもは押し続けても弛んでしまい、十分な経済効果は得られないと指摘しました。その通りで、財政政策との両輪で初めて効率の高い景気対策が実行可能となります。

### 財政政策の展開

リーマンショック直後に出版された、ラインハート・ロゴフ両博士共著「国家は破綻する」は800年の歴史を辿り、国家の財政赤字がGDP比90%を超えるとその国家の経済成長は必然的に鈍化することを統計的に検証した著書です。リーマンショック後各国の財政赤字基調が急増の時点で大反響をもたらしました。ところが、異次元量的金融緩和策の経済効果は限界的に低減し、各国の景気回復が思わしくない状況下、財政の積極化を模索する試みが高まりました。ヘリコプターマネー論はその一例で、日本を例にとり恒常的な財政赤字により政府の赤字累計額がGDP比200%を超えているにも拘わらず、赤字の垂れ流しが経済活動を支え、何ら支障を来していないことが指摘されました。要するに景気対策としては、純粹にあたかも空からお金をばらまいても、需要不足経済環境では有効であるとの考えです。元米財務長官でハーバード大学教授ローレンス・ソマーズ博士は趨勢的経済停滞論を論じ、経済の潜在成長率を達成するには、財政の機動的な活用を必要とすることを提唱しました。最も新しい理論として展開されているのが「現代貨幣理論」(MMF)で、その第一人者ステファニー・ケルトン教授は米民主党上院予算委員会のチーフエコノミストとして活躍しています。金融政策の不足分を補う理論として、特にコロナ対策とその後の財政対策は累積する財政赤字を無視せざるを得ない環境となり、主流の経済理論となりつつあります。MMFは財政政策の積極活用を提唱し、インフレ率が上昇基調に転じなければ、財政赤字は拡大すれども、国家予算は金利負担を十分吸収できると理論付けています。のみならず、世界の経済成長率が低減する中、積極財政は絶対必要とする考えです。コロナショック対策として、世界は未曾有の財政出動を喚起し、第二波の対応として追加大型財政出動は必至の状況となっています。現在においてはほぼ無制限の財政活用に異論はなく、救済措置は絶対必要であることはコンセンサスです。アメリカの場合、過去12カ月間で連邦政府歳出は50%増加し、その間歳入はマイナスに転じています。結果として連邦赤字は3.3兆ドル増大しています。いずれの国家も同様の措置を講じています。野放図のMMFそのものです。いずれツケが回ってくるのに対して解答は見出せません。結局は長期にMMFしか選択肢はなくなるでしょう。

本資料は、株式会社LOGOSキャピタルパートナーズ（以下「当社」という）が情報の提供のみを目的として作成したものです。当社が提供する情報は十分信頼に足るものと信じておりますが、それを保証するものではありません。ここに掲げる過去の実績は必ずしも将来の動向を示唆するものでなく、実際の収益を確約するものではありません。記載された見解等の内容は全て作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。この資料及びここに掲載された情報等の権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部若しくは一部を複製し、又その他の方法で配布することはご遠慮ください。