

「アフターコロナ」と世界の金融政策

世界的な感染拡大に伴う財政赤字の急増と株式・債券市場への影響を考慮すると、「アフターコロナ」の世界では、各国・地域の中央銀行は正常化への手立てとして、現在の日本銀行のような長短金利の操作を主眼に置くのではない。

コロナ禍での中央銀行の役割

年明けからの人類と新型コロナウイルスとの闘いは、世界的な感染拡大に歯止めがかからず、長期戦になることがほぼ確実になっている。それに伴って、世界各国はロックダウン（都市封鎖）一辺倒から、感染するリスクが残存するなかでも、社会経済活動を徐々に再開する方向へと舵を切り始めている。

このような「ウィズコロナ」時代のあるべき姿の模索は、当然ながら経済政策面でも必要になっている。やむを得なかったとはいえ、各国政府は家計や企業の救済のために一斉に財政支出を膨らませた一方で、中央銀行は、その資金を実質的に供給するために国債を積極的に購入するなど、相当異例な対応を続けてきたからだ。

例えば、国際通貨基金（IMF）が6月24日に公表した最新版の「世界経済見通し」¹⁾によると、世界全体の一般政府財政赤字は、今年後半から徐々に経済活動が回復することを前提にした基本シナリオでも、2020年にGDP比で13.9%に達すると見られる。昨年の財政赤字の水準は3.9%だったので、今年の世界の財政赤字は19年に比べて実に世界のGDPの1割分も増えることになる。

このことは、2020年に、世界のGDPの1割もの新規国債が昨年の新規国債供給量に上乗せされることを意味する。財政赤字は、世界金融危機の最中にあった2009年にも一気に拡大したが、前述のIMFのレポートによると、前年比でみたその増加幅は4.9%分と今回の半分に過ぎなかった。

ここまで追加の国債発行が一気に起きると、需要と供給のバランスが崩れ、国債利回りが上昇（＝国債の価格

低下）しても何ら不思議はないが、実際には、主要先進国を中心に逆のことが起きている。それには、コロナ禍がもたらす経済の深刻な低迷を見据えた投資家からの国債需要の増加といった要素もあると思われるが、より大きな要因は、多くの中央銀行が感染の拡大に伴って迅速に大量の資金供給や国債の購入を始めた点にあるだろう。

その結果、感染が欧米諸国で広がり始めた直後に起きた低格付社債の急激な利回り上昇や株価の急落、新興国からの資本流出といった事態が表面的には抑えられ、2008年のリーマン・ショック時とは異なり、今のところは、大きな金融危機に至らずに済んでいる。それどころか、实体经济は著しく悪化しているのに、金融市場には大量の資金が投入されて何となく安静を保っていることから、株価が企業本来の実力からだけでは説明できない水準にまで上昇している。

もっとも、財政赤字は、今年後半から徐々に経済活動が回復する楽観的な前提でさえも前述のような規模になっている。そのため、仮に今後、大きな第2波の襲来といった下押し要因が顕在化したり、新型コロナウイルスとの格闘が想定以上に長期化したりすれば、さらに財政赤字が膨らみ、それに合わせて、中央銀行の“役割”もより一段と大きくなると考えられる。

「アフターコロナ」に向けた金融政策の姿

ところが、このような超拡張的な金融財政政策のハーモニーは、ワクチンの開発・普及など、ウイルスとの闘いの終焉が明確に見えた「アフターコロナ」の時に突然、不協和音へと一変する可能性がある。政策当局は、（実は恐る恐るやっていた）拡張的な金融財政政策を続

NOTE

- 1) <https://www.imf.org/ja/Publications/WEO/Issues/2020/06/24/WEOUpdateJune2020>
- 2) 2019年末の世界公的債務残高はGDP比82.8%だった。
- 3) 4月28～29日に行われたFOMC（米連邦公開市場委員会）の議事要旨には、複数の参加者が、一定期間、短・中期ゾーンの金利に上限を設けて、国債を購入する案について述べたとの記述がある。また、ニューヨーク連銀の調査部門のブログ“Liberty Street Economics”には、日本銀行によるイールド・カーブ・コントロールの効果について検証するコメント（6月22日）が掲載されている。それによると、イールド・カーブ・コントロールは

物価目標の達成にはつながらなかった一方で、大幅な国債購入を伴わずに長期金利を低位で安定させることができた指摘している。

ける必要がパタリとなくなり、今度はその後始末のために、政府の財政再建と中央銀行のバランスシート縮小へと目線を180度変えることになるからだ。

さらに厄介なのは、超拡張的な金融財政政策がほぼ世界同時に始まったように、この方向転換もまた、ほぼ世界同時に起こりうるという点だ。

前回、主要国の中央銀行が量的緩和からの出口を模索した2010年代前半は、各々の経済の情勢という内的要因に合わせて、米国が長期金利の乱高下という副作用をもたらしながらも金融政策の正常化に最初に舵を切り、そのあとに日欧が追いかけるという展開になった。

ところが今回は、方向転換のきっかけになるのは、ウイルスとの闘いの終焉という外的な要素である可能性が高く、正常化を始める時間にズレが生まれる必然性はない。そうなると、各国政府は、財政再建に向けて一斉に増税や歳出削減の必要性を、そして個々の中央銀行も自らのバランスシートを本来の規模感に戻すべく、金融政策の正常化の必要性を個別に、そして同時に叫び始めることになりかねない。その悪影響をできる限り避けるためには、金融財政政策が拡張から緊縮へと変わる前に、その手順をあらかじめ検討しておく必要があるだろう。

例えば金融政策は、国債発行の急増に伴う需給バランスの不均衡に国債購入という形で介入した以上、その出口では、国債市場が再び市場原理で動くように段階的に介入を止めていく必要がある。それには、2010年代に米国が量的緩和の出口で行ったように、国債の購入量（や実質的な売却量）の変化をあらかじめ提示する代わりに、長期金利（＝国債の価格）の値付けは市場に任せるとする方法を取るのか、それとも、現在の日本銀行などのように、中長期の金利（＝国債の価格）に上下限を

つける代わりに、中央銀行が売買する国債の量は市場に決めてもらう形にするかのどちらかになる。

だが、今回は前述のように、急激な財政政策の拡張で世界各国・地域の財政赤字が大幅に膨らんでおり、前述のIMFの基本シナリオでも、世界全体の公的債務残高は、2020年末には世界全体のGDPの101.5%とGDPの1年分を超えることが見込まれている²⁾。こうしたなかで、中央銀行が長期金利の急騰を許せば、利払い費などで各国の財政にかなりの負担がかかるだけでなく、実体経済の正常化への影響や資産価格の急落といった副作用も強く懸念される。

現に米国では、2013年に量的緩和を段階的に縮小しようとする際に、長期金利が1%台半ばから3%にまで急騰し、株式市場などに大きな影響を与えた。これは、当時の中央銀行側と市場とのコミュニケーションにも問題があったが、量的緩和からの出口の際に、国債購入の量を操作する代わりに金利（価格）の変化を市場に任せるとする方法を選んだことも大きいだろう。

こうしてみると、多くの中央銀行は「アフターコロナ」に向けて、それが恒久的になるかどうかは別として、現在の日本銀行のように、まずは長短両方の金利を操作することで、財政や金融市場などへの副作用を抑えながら正常化を目指していくのではないだろうか³⁾。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
上級エコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp