

## FRBによる危機対応の金融緩和が過剰反応だった可能性について

2020年6月15日

りそなアセットマネジメント株式会社 運用戦略部  
チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

3月中旬を底に世界の株価が40-50%も急騰した。牽引したのは米国だ。新型コロナウイルスの感染拡大の最中には誰にも想像できなかったごく短期間での株価上昇だったと断じてよいだろう。

株価の先行きについて、まだマイナス要因は多い。景気の大恐慌以来の悪化、コロナ禍の第二波や第三波のリスク、米中対立の先鋭化、BLM(黒人の命が大事)運動に端を発するデモや暴動、などだ。一方、株価のプラス要因は強力な景気対策、ワクチンや治療法の開発期待、などだ。株価の方向性は、プラス要因とマイナス要因を天秤にかけると、どちらが下がるかという問題に帰着する。3月以降の株価急騰が示すのは、米国を筆頭に、プラス要因がマイナス要因を遥かに凌駕したという事実だろう。

コロナ禍による景気の落ち込みも政策対応も未曾有の内容と規模だっただけに、対応が十分なのか不十分なのかは専門家にとっても難しい計算だった。しかし、5月末にFRBが発表したデータで一つの可能性が示された。FRBによると、11の基金(facility)で2.6兆ドルの最大資金供給枠を用意したものの、使用されたのは0.095兆ドルとわずか4%弱だった。基金は社債買入基金(CCF)、地方政府への貸付基金(MLF)、中小企業への貸付基金(PPPLF)などだが、金融の専門家でもわからなくなる程複雑だ。米国でも頭文字から「アルファベットのスープ」と揶揄されている。もともとは、使い勝手が悪い政策対応として不十分との見立てがあったのだが、実際は逆で、本当にこれほどの規模の対策が必要なのか疑問の目が向けられ始めている。ECBの量的緩和をドイツ憲法裁判所が比例性原則(目的に対する手段の釣り合い度合)で違憲としたのと同じ考え方だ。もっと、FRBのパウエル議長は財政政策がまだ不十分との意見を表明しており、財政政策が拡充されたら金融政策は収束させる意思を持っている可能性は高い。しかも、コロナ禍はまだ終わったわけではない。景気は都市封鎖の解除で回復方向とはいえ腰折れするリスクもある。ただ、現時点では、金融政策に過度に依存した過剰反応だった可能性が少なからずある。

景気対策は、金融政策と財政政策を上手く組み合わせることで実施される。この組み合わせはポリシーミックスと呼ばれ本来は非常に重要だ。ところが2008年のリーマンショックの後、消費(付加価値)税を引き上げて広く浅く課税して財政再建を進める一方、金融は逆に緩和して金融市場を刺激したため、景気回復、財政再建、格差拡大、が並行して進む歪な状態が続いた。その流れが今も続いているのだ。

危機に過剰反応してバブルに至った歴史の実例として97-98年があげられる。当時は金融危機が相次いで発生した。アジアの通貨危機、日本の金融危機、ブラジルとトルコの通貨危機、ロシアの破綻、そのロシア国債に銀行借入金を原資に巨額の投資をしたヘッジファンド(LTCM)の破綻、などだ。こうして発生した金融のドミノ倒しであるシステムック・リスクに対し、FRBは危機対応の金融緩和やヘッジファンド(LTCB)救済を実施した。結果的にはこれが過剰反応で、2000年のITバブルの生成と崩壊へと繋がって行った。今後の政策次第では、「歴史は繰り返す」のリスクを見ておくのが得策だろう。

以上

本資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。本資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。なお、掲載されている見解は本資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します「投資信託目論見書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。