

戦時体制下の米国 YCC 政策の顛末

2020年7月10日

りそなアセットマネジメント 運用戦略部

チーフ・ストラテジスト チーフ・エコノミスト 黒瀬浩一

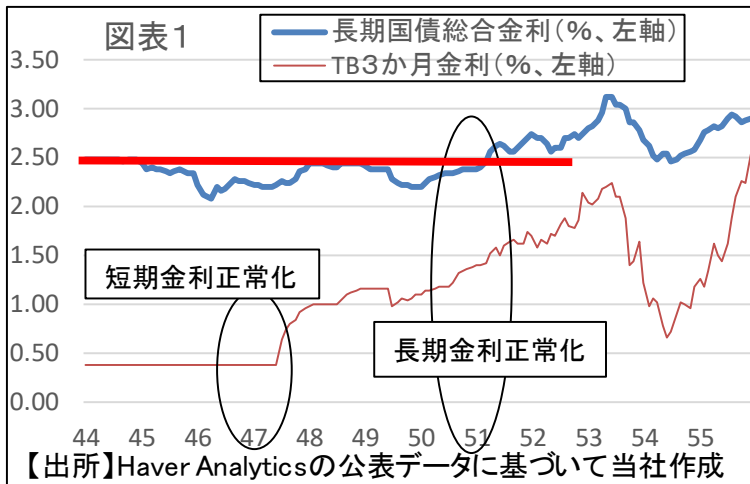
<米国戦時下の YCC 政策>

6月のFOMC議事録が公開され、FRBによる戦時下のイールド・カーブ・コントロール（YCC、コントロールの代わりにターゲット（YCT）と表記される場合もある）政策について言及があったことから、その顛末に注目が集まっている。コロナ禍への政策対応とはタブーなき金融緩和として共通点が多いことから、歴史に学ぶためにも顛末をまとめておこう。

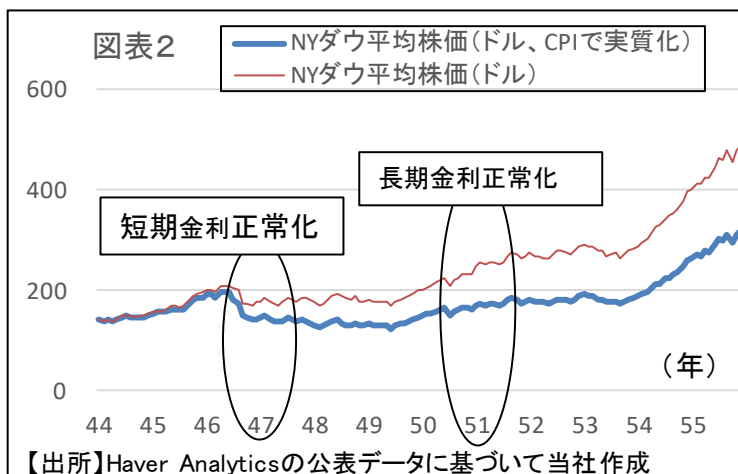
戦争では総資金調達額と金利水準の低さが勝敗を分ける重要な鍵となる。戦時下では中央銀行の独立性はなくなるので、国策として低金利政策が実施される。第二次世界大戦において米国は、戦費は国債でまかなわれ、金利はTB3か月レート固定化政策（1940-1947、0.25%）と10年国債金利固定化政策（1940-1951、2.5%）が実施された。終戦は1945年なので、終戦後もしばらくは低金利政策が維持された。

<戦後に状況は一変>

そして1951年に米国財務省とFRBがアコードと呼ばれる協定を結び、市場で形成される自由金利に戻ることが



が決定され、固定金利時代は終焉した。この間の金利水準を見たのが図表1だ。固定金利政策を廃止したとたんに金利が跳ね上がった様子がよくわかる。その背景は終戦後の物価の上昇だ。終戦の1945年に18.0だった消費者物価指数は1950年には24.1へと5年間に34%も上昇した。実質金利に換算すれば大幅なマイナスで、終戦で景気が良くなるどころか、逆にインフレにより相当に混乱したのだ。



終戦後の激しいインフレは2つの現象を引き起こした。1つは財政赤字の実質的な改善だ。債務残高/名目GDPでみると、1945年の111%から1950年には86%まで大幅に改善した。米国が参戦した1941年には38%だったので、戦費の調達で大幅に悪化した財政事情が、戦後のインフレで悪化分の1/3程度は帳消しになったことになる。もう1つは株価だ。激しいインフレの時代の株価は実質化しないと本当の価値はわからない。図表2で実質株価をみると、終戦直後の1946年こそ

上昇したものの、高値を回復するのに実に8年もの長い歳月を要した。そこまで戦後直後の経済は混乱した。

以上が戦時下の米国 YCC 政策の顛末である。FRB は FOMC の議事録で中央銀行の独立性が制約されることに強い懸念を示しているが、ここで述べた歴史的事実を鑑みれば、コロナ禍への対応とは差異はあるものの、その副作用の大きさに腰が引けたじろぐのも当然だろう。

#### <対コロナ戦争>

財政赤字や金融政策という意味で戦争に匹敵するのがコロナ禍だ。マクロン仏大統領やトランプ大統領はコロナ禍を戦争にたとえたが、財政赤字と低金利政策という意味では全く同じ共通点を持っている。戦争で勝敗を分ける重要な鍵は資金調達額と低金利政策なのだが、コロナウイルスに打ち勝つため、各国政府は相当規模の財政赤字と、YCC を実施するかどうかは別として金融緩和策を実施した。しかも、コロナ禍はまだ始まったばかりで、何年続くか誰にもわからない。

米国は第二次世界大戦を優位に進め、勝つまでは株価は上がり続けた。勝てば良いことがあると期待しての上昇だ。確かに第一次世界大戦までは、戦争に勝てば巨額の賠償金を得ることで景気が良くなる「大戦景気」が実現されてきた。日本も第一次世界大戦や日清戦争では巨額の賠償金を得て「大戦景気」によりバブルが発生した。しかし、第二次世界大戦で戦勝国の米国は、ほとんど賠償金を得なかったことから、戦争に勝てば良いことがあるどころか、戦時中の財政赤字と低金利政策のつけ返しにより、経済は混乱をきたすほどに悪くなった。実質株価が高値を奪還するのに8年もの長き時間を要した最大の原因だ。

戦時下という異常な状態で、国策の低金利政策を実施し、戦争に勝てば良いことがあると夢を見続けられる間だけが良かったのだ。終戦で夢から目覚めたら、賠償金が得られないために戦勝景気は夢に終わり、逆に国策である低金利政策のせいで激しいインフレとなり、経済が混乱したのが現実だったのだ。

#### <コロナ戦争に勝っても大戦景気は来ない>

コロナ禍はよく戦争にたとえられるが、たとえ勝ってコロナウイルスを封じ込めても、賠償金は得られない。逆に、巨額の財政赤字や低金利政策のつけ返しが待っている可能性が高い。

要するに、長期の観点では、戦中と戦後の米国と同様の展開が繰り返される可能性があるのだ。

投資の意思決定においては、期間が決定的に重要なので、あまりに長期の見立てには意味がない。短期的にはむしろここ数か月のように、コロナ禍で景気が悪くなればなるほど、FRB をはじめ世界中の中央銀行が、あたかも敗戦色が強まった時に中央銀行が国策とした金融緩和を強めるのと同様に、あらゆるタブーに挑戦するほどの金融緩和を実施すると想定されるため、むしろ株式市場は歓迎する傾向が続く可能性もある。しかし、長期的な顛末は、頭の片隅に入れながら短期の株式相場を追うのが得策だろう。

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しする「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。