



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料  
2022年10月6日

## 英国の経済政策の逆噴射が

## 一層の市場の混乱を誘発するリスクについて

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

英国の金融市場で混乱が広がっている。出発点はトラス政権が9月に打ち出した大規模な財政政策で、600億ポンドのエネルギー価格対策と450億ポンドの減税は GDP 比約4% (日本なら約22兆円)をやや上回る規模感だ。そもそも英国は総需要>総供給で GDP ギャップがプラスだ。総供給面では EU 離脱で移民労働者が減少した上に、実験的な週休3日制導入で労働時間も減り総供給能力は大幅に制約されている。この状態での大規模な財政政策はインフレの火に油を注ぐ第一の逆噴射だ。この逆噴射が長期金利急上昇の形で最初に市場の混乱をもたらした。

この逆噴射の負担は金融政策に重くのしかかるはずだった。インフレを抑制するためには GDP ギャップをゼロかマイナスにする必要がある。そのためには金融政策は、財政政策による景気の押し上げ効果を打ち消し、更に景気を押し下げる大幅な引締めが必要になる。9月21日に英中央銀行(以下、BoE)は、利上げと保有国債の売却による QT (量的引締め)を発表していた。本来ならマンデル・フレミング・モデルに従いポンド高を誘発するこのポリシーミックスだが、実際にはポンドは急落した。そこで危機感を抱いたBoEは、28日以降に QT とは正反対の QE (量的緩和)を開始した。これが第二の逆噴射だ。BoEは声明で、手段は長期国債の買い入れによる長期金利の押し下げ、目的は機能不全で金融市場の安定が損なわれ結果的に金融状況が想定外に引締まることの防止だと表明した。

ここまでしてBoEが長期金利の引き下げに躍起になったのには別の理由がある。英国の確定給付型の年金基金の間では、金利の低下による年金債務の増大に対応するため、市場規模 1.5 兆ポンドのLDI(年金債務対応投資)と呼ばれる年金債務と資産をマッチングさせるデリバティブも使う運用が一般化していた。年金基金は通常はロングオリーの投資家だ。従って常識的には追証が発生するようなデリバティブの取引はしない。ところが英国の年金基金はLDIで大きなリスクをとり、それが長期金利の上昇で顕在化した。損失の穴埋めのために売却可能な資産を投げ売りし、それでも追証が払えず、デフォルトのリスクにさらされていた。このリスクそのものは、金利が急上昇した今年春先には市場で認識されていた。ただ、市場を揺るがす程の大きなリスク要因ではないと見られていた。それが故にBoEのストレステストでも明示的には対象となっていなかった。LDIが基本的に資産と負債をマッチングさせる運用手法であることも影響したと見られる。しかし、LDIが金融の「時限爆弾」だとする暴露が出た。暴露したのはファッションブランドのネクストのCEOであるサイモン・ウォルフソンで、その内容を2017年にBoEに手紙で知らせたことを、最近になって改めて暴露して発覚した。同氏は2007-8年のサブプライム危機を警告したことで知られる有名な実業家だ。事ここに至ってBoEは逆噴射してでも市場を安定化させる意思決定をしたとみられる。事態の急転直下の展開から推測すれば、英当局は、複雑な年金基金の時価会計など未だにリスクの全容をつかんでいない可能性がある。

本来なら金融引締めをすべきBoEが真逆の金融緩和をしたことは、インフレの火に大規模減税に加えて更なる油を注ぐ。BoEの全く想定外のサプライズなQE(国債買い入れ)は、意図した通り、ごく短期的には長期金利を押し下げるだろう。しかし、いずれは長期金利が反転して上昇する可能性が高い。もっと正確に言うと、経済原理が機能すれば長期金利も短期金利もより大幅に上がるはずだ。その意味においてBoEの逆噴射は、年金基金を流動性危機から救う時間稼ぎの効果しかないだろう。問題の本丸は、稼いだ時間の間に危機の本質が流動性などかソルベンシーなのかを見極め、対応策を実施できるかどうかにある。この種の問題の解決方法は、流動性供給、あるいは資本注入しかない。いずれにせよ第一義的には年金基金のスポンサーである親会社の責務となるだろう。

金融市場が最も嫌うのは不透明感である。トラス政権は早く全容を掴んで対応を実施すべきである。「市場対国家」で国家が敗れる姿は誰も見たくはないはずだ。トラス首相は、主義主張や政治的信条の変わり身が早いことからカメレオン政治家とも評されるが、この混乱の局面で本領を発揮することを期待したい。(脱稿10月3日) 以上

■当資料は、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。■当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。■当資料は、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。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当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最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡す「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。