



FRANKLIN
TEMPLETON

GLOBAL MACRO SHIFTS

Michael Hasenstab, Ph.D.

第10号|2020年5月

不透明な時代の舵取り：
ポスト・コロナの世界に備えて

目次

概要	2
現状は?マクロ経済と政策の状況	3
経済活動の再開:緩やかな回復の可能性が高い理由	7
ポスト・コロナの世界	13
投資への影響	22
環境、社会、ガバナンス要因への影響	24
結論	25

重要事項

当資料は2020年5月26日時点の著者の分析および意見を反映したもので、フランクリン テンプルトンの他のポートフォリオ・マネージャー、運用チームあるいは運用プラットフォームの意見とは異なる可能性があります。当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで運用担当者が示した見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

すべての投資はリスクを伴い、元本を割り込む可能性もあります。外国証券への投資には為替変動、経済および政局の不透明感など特別なリスクを伴います。新興国市場の投資では、同じ要因に関連してのリスクが増大する一方で、市場規模や低流動性に関連したリスクや証券市場を支える法制度、政治・経済構造、社会基盤の未整備といったリスクも伴います。債券価格は通常金利と逆方向に変動します。そのため、ポートフォリオで保有する債券の価格が金利上昇の影響を受け変動した場合、ポートフォリオの価値は低下する可能性があります。

グローバル・マクロ・シフト

不透明な時代の舵取り:ポスト・コロナの世界に備えて

グローバル・マクロ・シフトは、テンプルトン・グローバル・マクロ・グループ(TGM)のマイケル・ハッセンスタブやシニア・メンバーによる世界経済についての分析と見方を掲載した調査報告書です。ハッセンスタブ率いる当チームは債券、通貨、グローバルマクロなどのアンコンストレインド戦略を含むテンプルトンのグローバル債券運用戦略を運用しています。世界有数の大学で培った専門性を有する当経済チームによるグローバルマクロ分析と徹底的な国別調査を結集することで、長期的な市場の不均衡を見出し、投資機会に結びつけています。



Michael Hasenstab, Ph.D.
Executive Vice President,
Portfolio Manager,
Chief Investment Officer
Templeton Global Macro



Calvin Ho, Ph.D.
Senior Vice President,
Portfolio Manager,
Director of Research
Templeton Global Macro



Hyung C. Shin, Ph.D.
Vice President,
Deputy Director of Research
Templeton Global Macro



Diego Valderrama, Ph.D.
Vice President, Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Attila Korpos, Ph.D.
Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro



Jens Waechter, Ph.D.
Senior Global Macro &
Research Analyst
Templeton Global Macro

概要

現在は景気後退の初期段階にあり、経済・社会への影響という点で今回の景気後退は世界金融危機の時より深刻化する見通しです。世界経済は2008年当時の5倍のマイナス成長に陥ると予想されています。¹一方、米国の成長率は2008年当時の2倍のマイナス成長になりそうです。公衆衛生戦略の変更によりビジネスのあり方や社会の機能は恒久的に変化する可能性が高くなっています。

これまでに財政と金融の両面から大規模な対策が打ち出されてきました。しかし、先進国では財政赤字や中央銀行のバランスシートはすでに肥大化しており、景気対策の制約要因になる可能性が高くなっています。

疫学的、経済的観点からすると、先行きは険しい道筋といえます。今後の道筋について最も可能性が高いシナリオとして、我々は緩やかな経済活動の再開と景気回復を見込んでいます。こうした観点から、米国の失業率は1930年代以来の高水準に達し、慎重を要するビジネスの力学により中期的に高止まりするとみています。そうした慎重を要するビジネスの力学はロックダウン期間中に大いに試されることになるでしょう。

今回の公衆衛生危機の裏側ではいくつかの重大なマクロ経済の試練が続きます。公的債務残高の拡大や中央銀行のバランスシートの膨張に加え、先進国の需要の低迷と脱グローバル化の進展により世界経済は勢いを増せず苦戦を強いられるとみられます。こうした観点から、我々は、世界貿易の伸びが鈍化するとともに、新興国間で今後の道筋に格差が生じると予想しています。対外的な脆弱性がより低く、国内的にも粘り強さを持つ新興国は抜きん出た存在になると考えます。

さらに、今回のパンデミックから抜け出したとしても、富の分断とポピュリズムの傾向は引き続き強まることから、政治的・経済的には二極化が進行する可能性は高いと考えます。これに際限ない信用創造によるインフレ圧力の芽が加わり、我々が描く将来像は経済的成果が極めて不透明です。正常な状態に戻るには、永久にはと言いませんが、何年も待つ必要があるかもしれません。

低利回りやマイナス利回りの債券が世界中に広がり、資産クラス間の相関関係が変化する環境下では、我々は従来のポートフォリオのポジショニング戦略を見直す必要があると考えています。我々は2つの段階で投資アプローチを今回の危機に合わせて調整しました。経済がロックダウンによって痛手を被る第1段階では、円やスイスフランなどセーフヘイブンとされる伝統的な安全資産に価値を見出しました。新興国にとっては極めて厳しい局面になると思われます。しかし、これらの新興国がすべてデフォルトに陥るわけではなく、より回復力の早い新興国が第2段階で景気回復への道のりを歩み始めることで新たな投資機会が浮上すると考えています。我々は現在、ポスト・コロナの世界に訪れるリスクや投資機会に備えています。

今回のグローバル・マクロ・シフトでは、まず足元の世界の経済及び政策の状況について議論します。第2章では、経済活動の再開の選択肢や今回の危機からの緩やかな景気回復の可能性について検討します。第3章では景気後退を切り抜けた後に世界が直面すると考えられる主なリスクについて説明します。第4章ではマクロ経済環境の変化が投資にもたらす影響について解説し、第5章では今回のパンデミックによる環境、社会、ガバナンス(ESG)への影響に焦点を当てます。

1. 現状は？マクロ経済と政策の状況

経済崩壊（需給両面のショック）とTGMの経済成長率予測

世界はいまや重大な危機に直面しており、現代では大恐慌に匹敵する未曾有の急激な景気後退に見舞われています。足元で続くパンデミックにより世界中ですでに28万6,000人以上の命が奪われ²、世界各地で国境、都市、地域が閉鎖されています。影響の大きさは明らかになり始めていますが、これから訪れるポスト・コロナ経済の特徴と同様に景気回復の道筋もなお不透明なままです。

IMFの直近の「世界経済見通し」³では、今回の景気後退の厳しい現実が浮き彫りになっています。基本シナリオでは2020年の世界の国内総生産（GDP）は3.0%減少すると予想されており、減少幅は世界金融危機の際の0.6%減を大きく上回ります。

今年の経済成長率は世界金融危機当時を下回ると予想

図表1：世界経済の成長率と米国経済の成長率予測の比較

2020年4月

	世界経済の成長率 (2020年)	米国経済の 成長率 (2020年)	主な前提条件
IMF の基本シナリオ	-3.0%	-5.9%	パンデミックは2020年下半 期に収束化。シャットダウン の期間は1四半期。大幅に悪 化する可能性も
	(前回の世界 経済見通し から6.3%下 方修正)	(同7.9% 下方修正)	
OECD	シャットダウン が1ヵ月続くご とにGDPは概 ね2%減少		シャットダウンによって 30-40%の業種が影響 を受ける
オックスフォード・エコノ ミクス	-2.8%	-6.9%	基本シナリオとして世界経 済は2020年第2四半期に 底入れ
米議会予算局 (CBO)	—	-5.6%	米国のGDPは2020年第2四 半期に前期比11.8%減、 前年同期比39.6%減で底 入れし、その後は力強く回復
世界金融危機 (最悪期)	-0.6% (2009年)	-2.6% (2009年)	
大恐慌 (最悪期)	—	-12.9% (1932年)	

出所：国際通貨基金（IMF）「世界経済見通し」、2020年4月。経済協力開発機構（OECD）。オックスフォード・エコノミクス、2020年4月更新。米議会予算局（CBO）「予算・経済見通し」（2020年3月）。米商務省経済分析局（BEA）

米国のGDPは2009年の2.6%減、1932年の12.9%減に対し2020年は6.0%減少する見通しです。経済開発協力機構

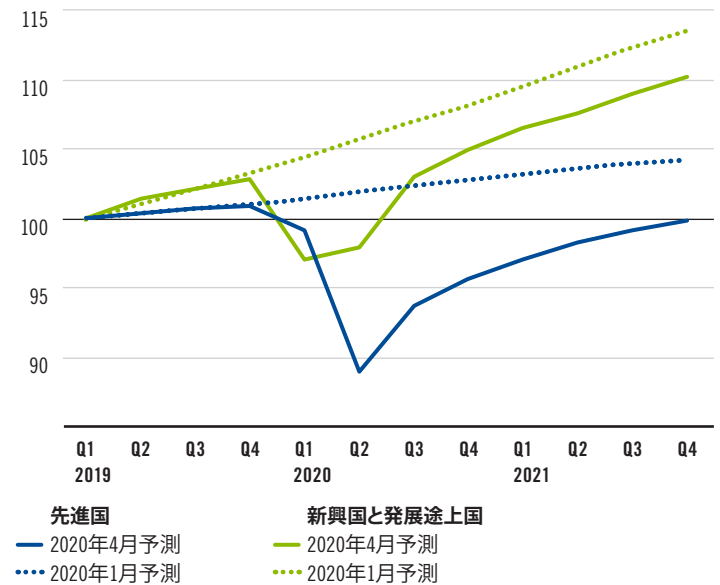
（OECD）の見方⁵もIMF予測とほぼ変わりません。OECDではセクター分析を通じてロックダウンが1ヵ月続いた場合にGDPは大半の国で2.0%減少すると結論付けています。同様に、我々も世界経済は今年は深刻な逆風に見舞われ、今回のパンデミックや関連するロックダウンの期間によっては、トレンドを下回りGDP成長率は5.0%—10.0%低下する可能性があるかとみています。

IMFは緩やかな景気回復を見込む

図表2：世界経済の四半期GDP予測

2020年4月

指数（起点=100）



出所：IMF「世界経済見通し」

財政政策と中央銀行による金融政策の実施

世界各国の政策当局は今回の危機への対策として、大規模な財政・金融政策を打ち出してきました。しかし、両分野では政策余地が限られており、これが政策の有効性を阻害する要因になる可能性が高くなっています。

まずは財政面ですが、政府が発表する見込みの金額には大抵、それぞれの政策により即座に実際に景気押し上げにつながる対策以外の部分が含まれているということに注意する必要があります。例えば、日本の場合、景気対策の一部には既存の財政措置が含まれています。また、大半の国で納税猶予、融資、資本注入、保証などの様々な支援策が打ち出されていますが、こうした支援

大半の主要国で議会で承認済みの景気対策だけで約1四半期分のGDP損失を穴埋めできる見通し

図表3：主要国の財政政策の経済効果

2020年5月

	2020年第1四半期のGDP損失		財政効果 (乗数=1と0.2)	ネット効果 年率GDP比 (%)	
	直接 財政支出 GDP比%	間接 財政支出 GDP比%			
米国	8.5	3.7	1,358	2,006	3
ドイツ	4.5	29.6	236	395	4.2
フランス	1.9	13.9	165	123	-1.6
イタリア	1.4	32.4	123	155	1.6
英国	4.5	15.7	166	203	1.4
中国	2.6	0	885	366	-3.7
日本	9.6	9.7	327	607	5.3
カナダ	6.2	12.2	104	145	2.4
オーストラリア	9.9	1.5	86	122	2.6
インド	0.8	0.3	189	24	-5.4
ノルウェー	3.7	6.2	20	16	-1.3
スウェーデン	2	6.5	31	16	-3
合計	4.1	9	3,689.8	4,178.6	—

出所：各省、IMF、TGM試算

現時点でパンデミック対策としての世界の直接財政支出の規模は世界金融危機当時の水準に及ばず

図表4：2020年の現時点で議会で承認済みの直接財政支出の規模と世界金融危機当時の比較

2020年4月

直接財政支出	国	世界金融危機当時 GDP比%	新型コロナ対策として 議会で承認済み (累計) GDP比%	
加重平均(合計)		5.9	4.4	
G4(米中日独)加重平均		7.1	6.4	
北米	米国	6.0	8.4	
	カナダ	2.9	6.2	
	ラテンアメリカ	ブラジル	3.7	2.2
		メキシコ	2.0	0.0
		アルゼンチン	0.0	1.2
欧州	チリ	4.0	5.5	
	コロンビア	1.5	1.4	
	ペルー	1.7	4.1	
	欧州連合(EU)	0.3	0.3	
	ドイツ	2.1	4.9	
	フランス	1.3	1.8	
	イタリア	0.6	1.4	
	スペイン	8.1	1.7	
	英国	2.2	4.6	
	スウェーデン	2.5	2.0	
アジア	ノルウェー	6.0	3.7	
	スイス	1.5	6.0	
	ポーランド	2.5	3.0	
	ハンガリー	0.0	3.0	
	チェコ共和国	2.0	2.0	
	ロシア	3.8	1.1	
	トルコ	2.2	1.8	
	中国	12.5	2.5	
	日本	5.0	9.6	
	インド	5.0	0.8	
韓国	5.0	0.6		
台湾	3.0	0.3		
インドネシア	1.4	3.3		
フィリピン	2.6	1.3		
タイ	17.0	2.4		
マレーシア	10.4	2.5		
オーストラリア	4.1	9.9		

出所：IMFと各国財務省

策は直接的な財政支出というより融資の提供であるため、今年の経済成長率には間接的な効果しかもたらしません。直接的な財政支出という点では、各国政府はこれまでのところ合わせて世界のGDPの4.4%に相当する規模の対策を承認しています。これは確かに相当な規模ですが、世界金融危機当時に配分された追加的な直接支出の規模(対GDP比5.9%)にはなお及びません。直接財政支出に1の乗数を、間接財政支出に0.2の乗数を用いると、主要各国で発表されている財政対策だけで合わせておよそ1四半期分のGDP損失を穴埋めすることができます(図表3を参照)。しかし、それでも今年の大幅なマイナス成長を回避するには不十分です。というのも、政府支払いはGDP統計では支出というより移転として計上されるからです。政府支払いがGDPを押し上げるには、末端の消費者や企業が実際に資金を使う必要があり、多くの国が現在シャットダウンに見舞われている状況では時間を要するとみられます。

金融面では現在の低金利環境は今回のパンデミック以前から続いており、中央銀行の伝統的な政策対応のメカニズムを制約しています。米連邦準備理事会(FRB)は、世界金融危機当時は政策金利を計5.25%引き下げました。今回は計1.75%の引き下げにとどまっており、フェデラルファンド(FF)金利の誘導目標レンジは0%–0.25%となっています。それでもFRBの利下げ幅は、以前から金利がマイナス圏にあった日銀や欧州中央銀行(ECB)を大きく上回ります。伝統的な政策をこれ以上行う余地はもはやなく、主要各国中央銀行は量的緩和(QE)などの非伝統的な政策を強化しています。量的緩和とは、国債などの証券の直接購入を通じてマネーサプライを拡大し、長期金利の低下を促すというものです。

その点で、FRBのバランスシートはすでに急速に拡大しています。総資産は昨年12月の4.2兆米ドル(対GDP比およそ19.2%)から今年4月半ばには6.7兆米ドル(同30.9%)にまで膨らんでいます。増加分のほとんどは国債や米政府系金融機関(GSE)の証券を対象とする「伝統的な」資産購入プログラムに基づくものであると考えられます。これらの証券の保有額は昨年12月の3.7兆米ドル(対GDP比17.2%)から4月半ばには5.6兆米ドル(同25.8%)にまで拡大しており、これは金額、対GDP比ともに過去最高だった2014年の対GDP比24%強を上回っています。こうした資産購入プログラムはすでにFRBのバランスシートに反映されており、まだ正式な上限はありません。これに加えて、FRBは景気支援に最大2.3兆米ドルの融資を行う新たな資金供給策を打ち出しており、いまのところまだ一部分しか実行されていません。この2.3兆米ドルの資金供給策の一環として、7,500億米ドルの資金枠を設けて投資適格級の発行体もしくは2020年3月22日時点で投資適格級に分類されていた発行体(いわゆる「墮天使」)の社債を購入するプログラムが導入されています。

日本では日銀が先頃、およそ80兆円(7,430億米ドル)の国債購入の年間目標を取り下げしており、国債購入はいまや無制限となった可能性があります。日銀としては80兆円の資金枠を使い果たすことも難しかっただけに(実際の購入額はわずか20兆円)、今回の年間目標の撤廃が最終的に買い入れ額の大幅な増加につながるとは限りません。したがって、日銀がイールドカーブを現行水準近辺で維持できている限り、年間目標の取り下げは意味論的なものでしかないのかもしれませんが。それでも日銀は追加緩和の姿勢を示しており、他の量的緩和も並行して実施されています。とりわけ日銀はETF(上場投資信託)の買い入れ目標を年間12兆円と2倍に引き上げるとともに、社債の保有目標をこれまでの3.2兆円から4.2兆円に、コマーシャルペーパー(CP)の保有目標も従来の2.2兆円から3.2兆円にそれぞれ増額しており、追加購入は9月まで続く見通しです。

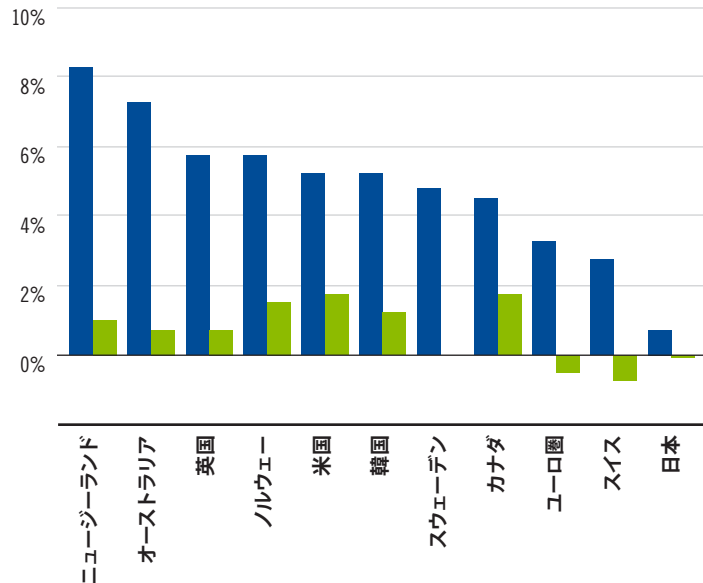
一方、ECBは既存の資産購入プログラムを通じて2020年末まで1,200億ユーロを追加購入する支援を実施します。また、2020年末までさらに民間部門や公的部門の証券を7,500億ユーロ追加購入する「パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)」を開始する計画です。これらの資産購入プログラムを補完する形でECBは各国中央銀行がECBのレポオペの際に担保として利用できる債券の信用格付け基準を緩和しました。担保のヘアカット率の引き下げも同じ目的を達成するために導入されました。格下げのリスクをさらに低減するために、4月7日時点で「BBB-」以上であればジャンク級でも銀行への貸し出しの担保として受け入れる方針です。図表5、6、7は世界金融危機当時と比べ主要各国中央銀行の政策余地が限られていることに加え、FRBのQEプログラムによる買い入れ額もすでに大きく膨れ上がっている実態を明らかにしています。

利下げ余地に乏しい主要各国中央銀行はバランスシートの拡大に依存

図表5: 世界金融危機直前と新型コロナウイルス危機直前の政策金利比較

2008年(世界金融危機)と2020年(新型コロナウイルス危機)

政策金利(%)



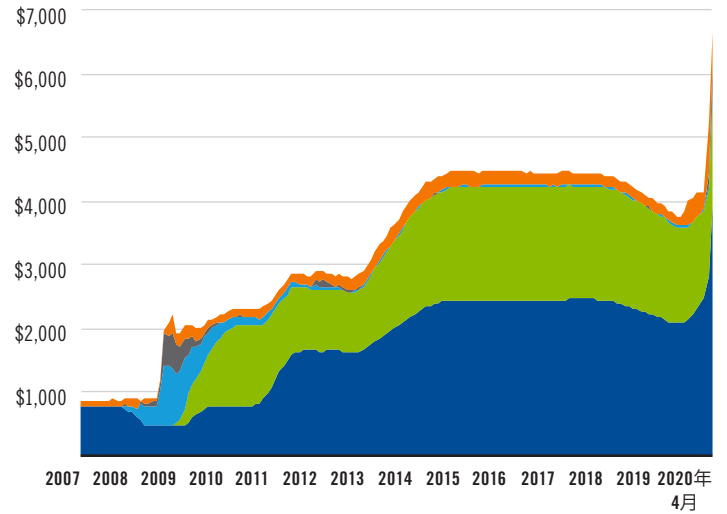
■ 世界金融危機直前の政策金利
■ 新型コロナウイルス危機直前の政策金利

出所:ブルームバーグ

図表6:FRBの資産

2007年1月-2020年4月

十億米ドル



■ 国債の買い切り保有残高
■ クレジット・ファシリティ
■ 政府系機関債と住宅ローン担保証券(MBS)の保有残高
■ スワップ・ライン
■ その他の資産

出所:FRB

図表7:世界金融危機当時と新型コロナウイルス危機時の金融政策対応の比較

2020年5月

	利下げ		量的緩和その他の中央銀行プログラム	
	世界金融危機	今回	世界金融危機	今回
米国	利下げ合計5.25%	1.75%	保有資産は3.5兆米ドル(2007年以降)	バランスシートの拡大に制限なし。新たな資産クラス(ETFやハイールド債など)を対象を拡大。米国債を担保とするクレジット・ファシリティを拡充。これまでに2.3兆米ドルの追加資金を供給するプログラムを導入、新たに2.2兆米ドルが米国債ファンドを通じて融資される可能性あり。
ECB	4.25%から1%に(計3.25%の利下げ)、長期資金供給オペ(LTRO)	貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO)(金利水準は-0.75%)	プログラムの発表なし	債券購入を1,200億ユーロ拡大/パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)を通じて7,500億ユーロを購入。担保のヘアカット率の引き下げなど担保要件を緩和。4月7日時点で投資適格級であればECBのレポで担保として利用できる市場性資産の要件を緩和。
日本	0.40%の引き下げ、ドル供給プログラム、量的緩和は特になし	引き下げなし	2009年に国債を20兆円購入	80兆円の国債購入目標を取り下げ、柔軟にQEを実施。CP、社債、ETF、日本版REITなど様々な資産購入プログラムを導入。
中国	1年物貸出金利を2.10%引き下げ、預金準備率を2.00%引き下げ	1年物中期貸出ファシリティ(MLF)金利を0.35%引き下げ、預金準備率を1.00%引き下げ	プログラムの発表なし	プログラムの発表なし

出所:FRB、ECB、日銀、中国人民銀行

2. 経済活動の再開

今回の危機の根幹にあるのは、なにより公衆衛生の緊急事態です。新型コロナウイルスは潜伏期間が長く、比較的急速に蔓延し、死亡率も比較的高い感染症です。また、新しい感染症でもあり、人々は免疫を持っていません。治療方法かワクチンが見つかり、社会に広く行き渡るまで、今後も非薬事的介入措置(NPI)を通じて、感染拡大を押しとどめるとともに医療体制への悪影響を抑えることとなります。NPIとしては一般的には度合いの異なる社会的物理的な隔離措置や国内経済の大部分の閉鎖などが実施されてきました。

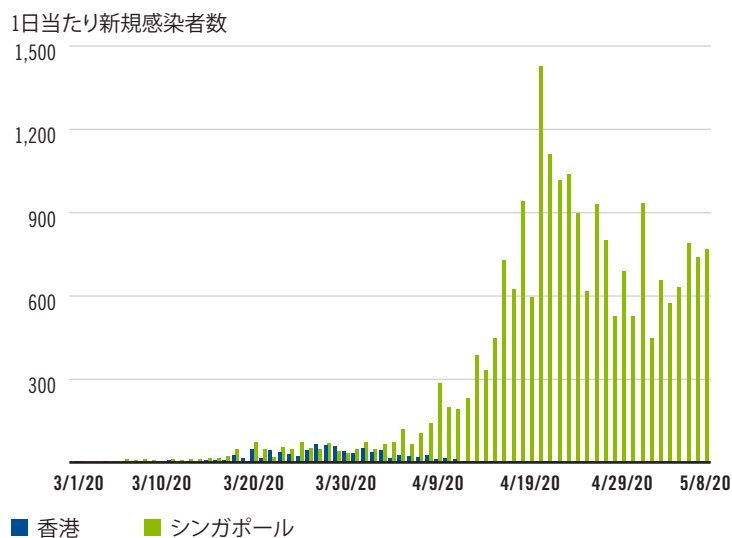
本稿の執筆時点で、医療体制の崩壊をもたらすような一時的な新たな感染の波を防ぎながら経済活動を徐々に再開する提案がいくつかみられます。一般的に経済活動の再開は複数の段階を経ます。まずは検査能力を拡充してから部分的に再開します。最終段階では経済活動は理論上、完全に再開されますが、強力な医療監視体制が敷かれ、大規模集会等の制限は続く可能性があります。

しかし、いまのところ大半の国や米国の大半の州では安全性を確保しながら後者の段階に進む準備はできていないようです。これは主に検査や感染者を追跡する能力が不十分であるからです。例えば、米国では公衆衛生の専門家は、経済活動を安全に再開するには検査水準を4月の平均水準の3倍に引き上げる必要があると主張しています。⁷これは、経済活動を再開する州は新たな感染の波を招く大きなリスクを抱えている可能性があるということです。

こうした主張の背景にあるのは疫学的な理論だけではありません。例えば、1918年のスペイン風邪では1918年の夏に第1波が発生した後、続いて1918年の秋に第1波より壊滅的な第2波が、1919年の春に第3波が発生しました(最悪なのは第2波でした)。スペイン風邪のパンデミックと今回のパンデミックには著しい違いがあることは確かですが、この先例は今回も同じ轍を踏む可能性があることをある程度の信頼性を持って示しています。今回の危機ではシンガポールがすでに第2波への懸念から厳しいロックダウン措置を新たに追加しています。これはソーシャル・ディスタンス規制を緩和したところ感染確認者数が急増したためです。

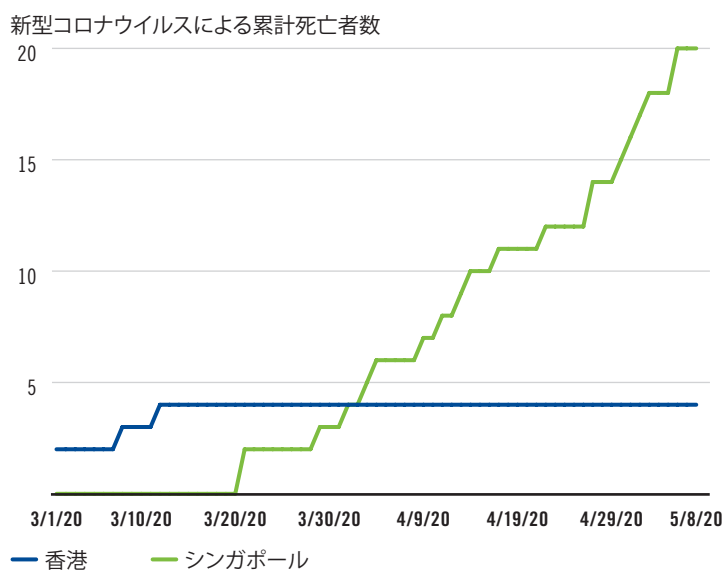
シンガポールでは4月中旬にウイルス感染者が増加、香港は横ばい

図表8: 香港とシンガポールの1日当たり新規ウイルス感染確認者数
2020年3月1日-2020年5月8日



出所:ブルームバーグ、米ジョンズ・ホプキンス大学

図表9: 新型コロナウイルスによる香港とシンガポールの死亡者数
2020年3月1日-2020年5月8日



出所:ブルームバーグ、米ジョンズ・ホプキンス大学

政策当局は難しい立場にあります。いまや生命と生活の単純なトレードオフを迫られている状況にあるという見方が一般的です。しかし、事実を入念に検討してみると、こうした見方は少々、短絡的だとわかります。この議論には二面性があり、いずれの選択肢も人々の生活を傷つけます。ジョージ・メイソン大学の経済学の教授であるタイラー・コーエン氏はこうしたジレンマをうまくまとめています。すなわち、経済活動を現状のまま制限し続けられれば、経済は減退を続け、ある時点で取り返しのつかない、非線形のダメージを負います。いつ取り返しのつかない事態に至るのか、その道筋をどのようにモデル化すべきか、誰にもわかりません。経済崩壊はまた将来の公衆衛生能力を蝕み、おそらく飢えや貧困、薬物乱用、自殺の増加につながります。一方、現状のまま外出制限を続けられれば、新型コロナウイルス感染者は減少し、その間に有効な治療方法を確立することができるほか、検査能力や感染追跡能力も改善することが可能です。どれほど早く改善できるのか、その道筋をどのようにモデル化すべきか、ネットで見てどれほどメリットがあるのか、誰にもわかりません。以上の2つのプロセスにいかにかうまく折り合いをつけるかによって、最適な道筋が決まると考えます。しかし、折り合い点がどこにあるのか誰も確信は持てないだけに、今後の最適な道筋を見極めるのは困難です。⁸

危機の最中とその後の成長の道筋

今後数ヶ月、数年にわたって世界経済が慎重な足取りで回復に向かう理由はいくつもあります。前述の通り、今回の経済危機の根幹にあるのは公衆衛生危機です。感染が完全に封じ込められ、経済が安全に前進できる状況になるまで、ソーシャル・ディスタンスなどの制限措置は引き続き経済成長の重荷になると考えます。

ショックが起きると、社会的制限が最初に発動され、働き手の多くが外出禁止を求められることから、生産能力は急激に低下します。労働供給への影響を緩和する政策行動の余地は極めて限られています。せいぜいできることは公衆衛生危機対策として資金を融通し、短期的な衝撃緩和策として融資や所得補償という形で既存の支援策を提供することです。ほぼ間違いなく国内生産と所得は急減します。

所得が減少すると、NPI制限により内需も急激に縮小します。家計や企業の信用制約を軽減するといった積極的な政策行動を通じて、国内生産への2度目の影響を緩和する余地も残されています。こうした政策行動は政策を通じて異時点間の借入れを実現することで機能します。すなわち、政府は今借入れを行いますが、将来生産を拡大することで債務を返済します。しかし、ショックが長期化しすぎたり、景気回復が完全でなかったりすると、政府が将来から現在に所得を再配分する機能は弱体化します。公衆衛生危機が長引くほど、コストは増大します。ショックがさらに将来に及び、回復の足取りも鈍ければ、結果的に政策負担も増大します。

NPI制限が緩和されれば、間違いなく目先的に経済活動は再生し、当初は活発化します。しかし、今回の危機の公衆衛生上の性質から、回復は完全なものにはならないと思われます。新たな感染の波というリスクを冒さない限り、生産能力の低下は免れないでしょう。

様々な国内的、国際的要因により景気回復は遅れ、阻害され、経済活動を短期的に後押しする政策当局の能力も低下する可能性が高くなると考えます。こうした要因のうち景気後退期の雇用回復の遅れと事業創出の減少についてはのちほど議論します。しかし、注意すべき重要な要因は他にもあります。1つには金融ストレスに拍車がかかる可能性があり、これを無視することはできません。米連邦準備理事会 (FRB) は流動性の問題を軽減することはできますが、支払能力の問題を解決する十分な立場にはありません。危機が長引くほど、目先のコストは増大し、大規模な債務不履行が生じるリスクは高くなります。加えて、現在の景気後退局面が抱える生物学的な問題が、長期的な労働供給の減少や貯蓄率の上昇という形で過去の景気後退局面より深刻な影響をもたらす、潜在成長率を引き下げる可能性があります。実際に歴史的に見ると、パンデミックはGDP成長率の長期的な低下と関係があります。オスカー・ヨルダ氏、サンジェイ・シン氏とアラン・テイラー氏 (2020年) は14世紀までデータを遡って実証研究を行いました。⁹それによると、主要なパンデミック発生後、経済的な影響は40年ほど続き、人手不足と予備的貯蓄の増大により総資本利益率が押し下げられたことを発見しています。

世界同時ショックをもたらした今回の危機の性質など世界経済に関する考察は、後ほどさらに進めます。世界金融危機当時は、米国や欧州が景気後退に突入する中、中国などの新興国は急速なペースで成長を続けていました。中国などの新興国が世界需要を支え、一定の貯蓄をもたらしたおかげで先進国は消費を平準化することができました。新型コロナウイルスの感染拡大は世界同時ショックを与えており、このような下支え効果は今回は見込めません。さらに、グローバル化も裏目に出ています。米国と他の国の貿易紛争が象徴するように数年前からグローバル・バリューチェーンの崩壊は始まっていますが、新型コロナウイルスはこの崩壊に拍車をかけています。

雇用回復の遅れと事業創出の減少

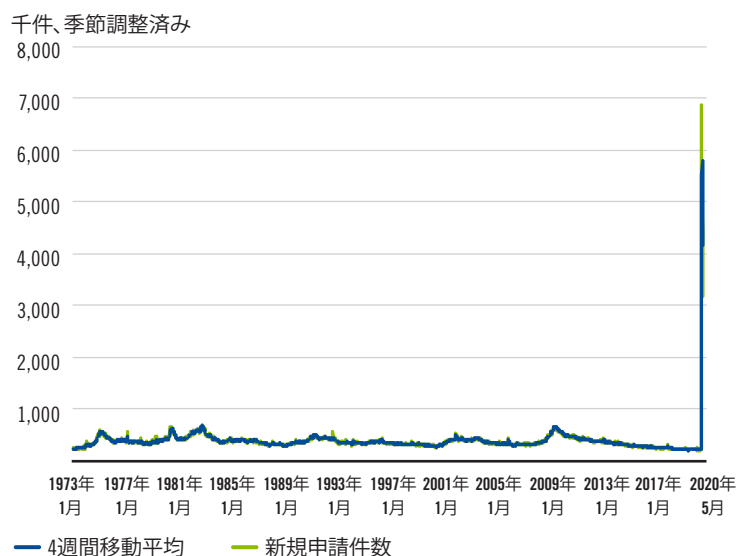
米国では新型コロナウイルス危機の最初の数週間で、米国では新規失業保険申請件数が2,010万件と労働力人口のおよそ12.2%に達しました。足元の失業率に換算すると、15%を超える可能性があります。アレクサンダー・ビック氏とアダム・ブランディン氏がシャットダウンの期間 (3月29日ー4月4日) を対象にオンライン回答を使って米労働統計局 (BLS) が毎月発表する雇用統計を再現しようとした最新の調査があり¹⁰、これによると、就業率は72.7%から60.7%に低下しており、これは2,400万人が職を失ったことを意味します。さらに、両氏は失業率は4.5%から20.2%に上昇していると推測しています。

こうした失業者が当面、失業状態を続けるという大きなリスクがあります。最近の米国では失業率は景気後退期に比較的早く上昇する傾向がありますが、危機以前の水準に戻るにはそれ以上に長い期間を要しています。1990年の景気後退期では失業率は9ヵ月間で5.2%から6.8%に上昇しましたが、5.2%に戻るまでに65ヵ月を要しました。2001年の景気後退期では失業率は14ヵ月間で4.2%から5.9%に上昇しましたが、景気後退前の水準には戻りませんでした。世界金融危機では失業率は23ヵ月間で4.7%から10.0%に上昇しましたが、再び4.7%に戻るには85ヵ月間を要しました。注目すべき点として、それぞれ全米経済研究所(NBER)が景気後退の終わりを告げた後に、失業率は概ねピークを迎えています。経済活動の緩やかな再開が求められる今回の危機の特徴からすると、これまでのパターン以上に雇用の回復は後ろ倒しになる可能性があります。例えば、学校が再開しなかったり、安全上の不安から親が子供を学校に通わせなかった場合、実に5,100万人が職場復帰できなくなります。¹¹米議会予算局(CBO)は、失業率は2020年第3四半期に16%でピークを打ち、その後2021年末までに徐々に0.5%まで低下すると予想しています。¹²

また、今回の景気後退の性質から多くの職が失われる可能性があります。足元の大量解雇の多くは「一時的な解雇」であることがわかっています。疫学的な観点から先行きが不透明であるほか、需要がいつ持ち直すのか確信が持てない中、大企業や中小企業は恒久的な解雇ではなく、一時的な解雇を選択することで人件費を削減しています。この悲惨な状態から抜け出せれば、大量の米国人労働者は職場に復帰できる可能性が残されているだけに、一時的な解雇は表面的には前向きな措置のように見えます。しかし、これまでの経験や現在の経済状態からすると、先行きには暗雲が垂れ込めています。足元では「一時的な」解雇の割合は圧倒的に高いものの、シャットダウンが1ヵ月続くという前提では、新型コロナウイルスのパンデミックによって恒久的な失業者は2,570万人と労働力人口の15.8%に達する可能性があります。シャットダウンが4ヵ月と長く続く場合は、小規模事業者で失業者は急増し、恒久的な失業者は推定4,310万人(労働力人口の26.5%)に達する見通しです。その計算過程を示したものが図表14です。

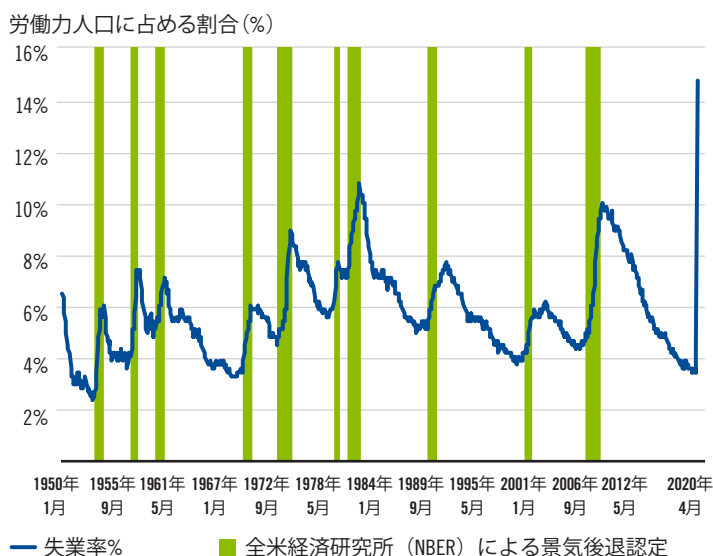
米国の失業率は大恐慌以来の水準に

図表10: 米国の新規失業保険申請件数
1973年1月-2020年5月



出所: 米労働省

図表11: 米国の失業率
1950年1月-2020年4月



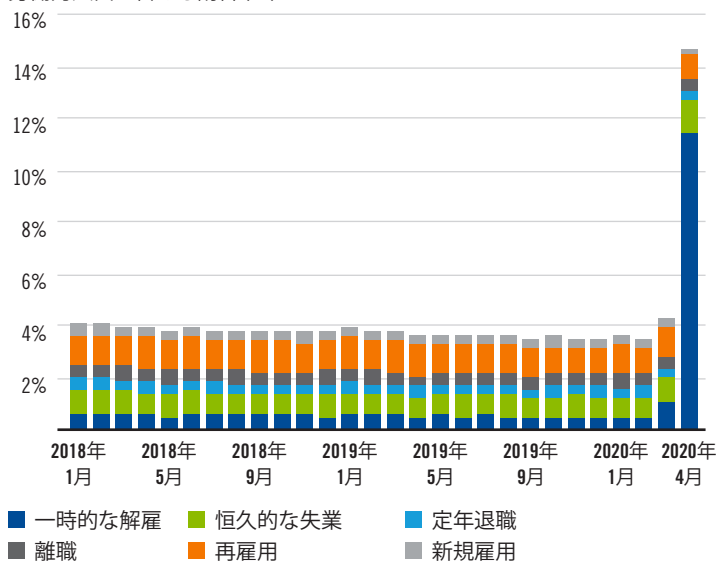
出所: 米労働省、米労働統計局(BLS)、全米経済研究所(NBER)

足元の解雇は広範囲に及び、大半が「一時的な解雇」に分類

図表12:失業理由

2018年1月-2020年4月

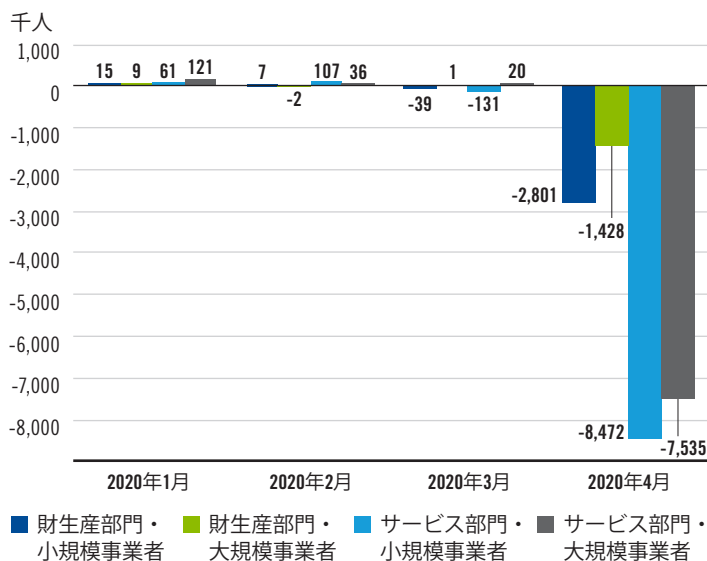
労働力人口に占める割合(%)



出所:米労働統計局(BLS)、人口動態調査

図表13:米ADPの民間雇用者数(前月比増減)

2020年1月-2020年4月



出所:米ADP全米雇用レポート

一時的な解雇は恒常的な解雇になる可能性も

図表14:新型コロナウイルス危機による米国のグロススペースの失業推計¹³

2020年5月

背景

民間の雇用者数の47%を占める小規模事業者の多くは、1か月の事業停止を乗り切ることができずとみられます。NBERが先頃、小規模事業者を対象に実施した調査によると、米国で新型コロナウイルス不安が生じた当初、経費が月間平均1万米ドルを超える中位の小規模事業は2週間分の手元資金しか持ち合わせていませんでした。調査対象事業者の4分の3は手元資金は2か月分以下にとどまると回答しています。すでに実施されている給与保護プログラムを前提としたうえで2020年12月時点で事業は存続していると思うか質問しました。1か月事業が停止した場合、各業種の事業者の推定平均存続率は72%にとどまっています。4か月の事業停止になると、存続率は47%に低下します。

平均すると、手元資金が多く、比較的十分な借り入れ余力がある大規模事業者が今回の景気後退を乗り切る可能性は高くなっています。しかし、だからといって今回、一時的に解雇された労働者がすべて危機の終息後に職場復帰できるというわけではありません。世界金融危機当時や過去の景気後退局面

でもそうでしたが、大規模事業者が景気後退局面から脱すると、雇用は以前の水準に比べ減少します。主な要因として、需要回復の足取りが鈍いことに加え、景気後退局面で通常業務の自動化が加速するとともに、アウトソーシングが進展することが挙げられます。基本的に景気後退局面では企業はコスト削減策をこれまで以上に真剣に検討せざるを得なくなり、長期的に技術的破壊や国際的な労働力の活用が広がるきっかけになります。

今回も同じ要因がいくつか働き、デジタル経済や自動化へのシフトは続く予想されます。また、何年も前から強烈な逆風に見舞われている小売業の場合、財務基盤が脆弱なまま今回のパンデミックを迎えた企業の多くは限界に達する可能性があります。移民制限や反グローバル化により海外にアウトソースされる業務の量は制約される可能性が高いものの、国内のアウトソーシングは高水準で推移すると予想されます。

算出方法

今回の危機により恒久的な失業につながるグロススペースの雇用者数を推計するにあたり、まずは小規模事業者に注目しました。前述のNBERの調査報告書にある各業種の小規模事業者の生存率を使って事業者の破産の数を推計しました。大規模事業者については世界金融危機当時の業種ごとの雇用変動率を用いましたが、今回の危機により影響が深刻化している業種(食品業、宿泊業、観光業、小売業、製造業、娯楽業)については雇用変動率を引き上げています。

業種	小規模事業者(従業員0-499人)				大規模事業者 (従業員500人以上)	影響の合計(グロスベース)	
	民間雇用合計	小規模事業者 の雇用割合(%)	雇用への影響 (千人)		雇用への影響 (千人)	人口に占める雇 用の割合の変化 (%)	人口に占める雇 用の割合の変化 (%)
			事業停止1ヵ月	事業停止4ヵ月			
宿泊・食品サービス	13,702.1	62%	-2,634	-5,182	-570	2.00%	3.50%
小売り	15,403.6	32%	-1,528	-3,204	-2049	2.20%	3.20%
医療・社会支援	20,700.1	57%	-2,478	-6,254	356	1.30%	3.60%
建設	7331	84%	-1,724	-3,510	-282	1.20%	2.30%
行政・支援・水道サービス	9,055.3	33%	-837	-1,733	-718	1.00%	1.50%
製造	12,783	42%	-1,503	-3,114	-3521	3.10%	4.10%
運輸・倉庫	5,597.5	33%	-554	-1,108	-1025	1.00%	1.30%
芸術・娯楽・レクリエーション	2,285.7	62%	-496	-779	-113	0.40%	0.50%
卸売り	5,912.1	34%	-623	-1,226	-355	0.60%	1.00%
不動産・賃貸	1,731.5	66%	-297	-503	-58	0.20%	0.30%
教育サービス	3,970.6	45%	-447	-983	29	0.30%	0.60%
個人サービス	1,510.2	80%	-520	-725	-11	0.30%	0.50%
専門・科学・技術サービス	9,730	59%	-1,206	-2,124	-186	0.90%	1.40%
金融・保険	6,481	30%	-428	-719	-316	0.50%	0.60%
情報	2,885	31%	-197	-465	-205	0.20%	0.40%
修繕・メンテナンス	1,368	81%	-332	-665	0	0.20%	0.40%
企業経営	2,443.7	12%	-88	-176	-11	0.10%	0.10%
公益	547	21%	-25	-60	-5	0.00%	0.00%
鉱業・採石・石油・ガス	697	42%	-117	-205	-35	0.10%	0.10%
農業・林業・漁業	2,263	95%	-602	-1,247	-6	0.40%	0.80%
民間合計	12,7703	47%	-16,635	-33,982	-9,082	15.80%	26.50%
労働力合計(公的部門を含む)	16,2537	—	—	—	—	—	—

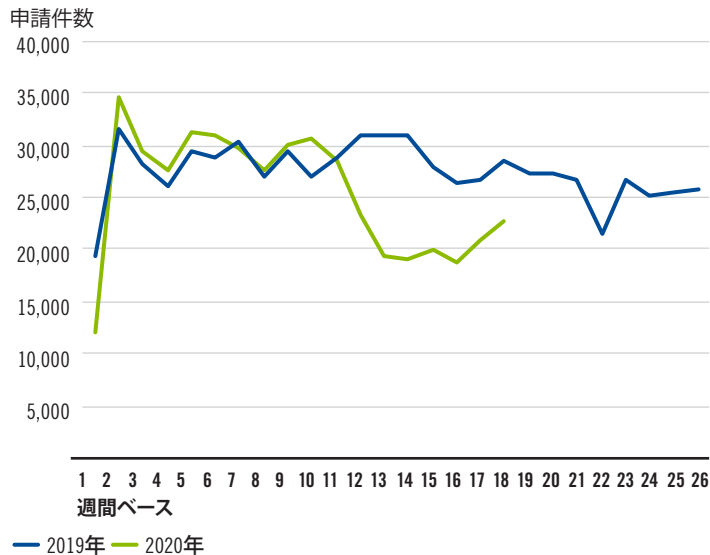
出所：BLS、NBER、TGM予測(2020年5月)

職が失われる一方で、新たな職はほとんど生み出されず、先行きに一段と暗い影を落としています。足元では事業創出が伸び悩んでおり、これは雇用がネットベースでも、大幅に減少していることを意味しています。世界金融危機当時は、米国では実現可能性が高い事業（HBA）の申請件数は緩やかに減少し、最終的には2009年に景気後退前の水準を24%下回りました。事業創出は景気回復局面でも低迷を続け、2019年末時点でもなお景気後退前の水準を13%下回りました。最新のHBAの季節調整済みの四半期データは2020年第1四半期までありますが、ロックダウンの開始時点の事業創出への影響しか捉えていません。季節調整前のデータを見ると、HBAの申請件数¹⁴は2020年第1四半期の最終週から第2四半期の第1週の間には前年同期比で38%減少しました。この急激な落ち込みが一時的なものであるかどうかは不明です。しかし、世界金融危機当時の状況からすると、事業創出は景気後退により打撃を受け、回復するまでに時間を要することがわかっています。

雇用の先行きは明るくありませんが、今回の景気後退には前向きな影響が少なくとも1つはありそうです。

新規事業の創出は鈍化

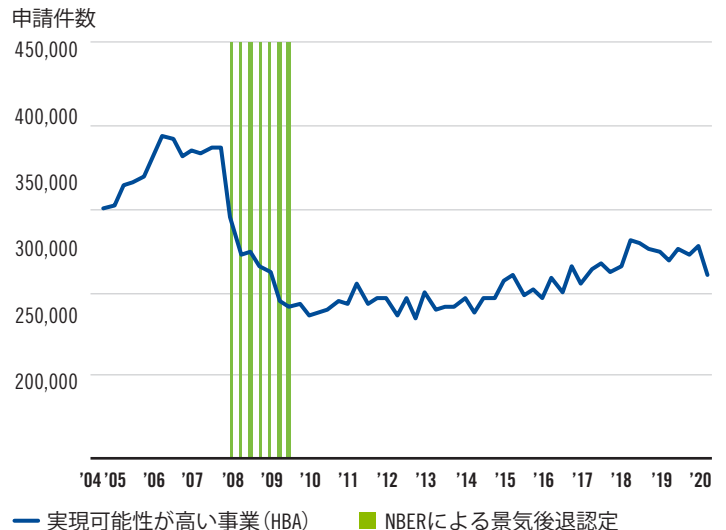
図表15: 米国における実現可能性が高い事業（HBA）の申請件数（週間ベース）
2019年1月－2020年5月



出所: 米国勢調査局、Business Formation Statistics

世界的なロックダウンにより多くの人々が在宅勤務を強いられています。今回の危機をきっかけに、これまで一部の業務分野でしか活用されていなかったオンライン接続の潜在的な能力の高さが浮き彫りになりました。いまや各業界でビデオ会議は当たり前になり¹⁵、これまでリモート勤務を十分に活用していなかった企業も戦略を見直しつつあります。例えば、世界各地にあるフランクリン・テンプレトンのコールセンターや情報処理センターはロックダウンの開始以降、支障なく在宅での対応（ワーク・フロム・ホーム、WFH）にシフトしました。（今回のパンデミック以前の）米国経済全体で見ると、米国の職務の37%（賃金の46%）は在宅で対応することが可能という試算があります。¹⁶また、マクロ経済学者による最近の調査によると、新型コロナウイルスのロックダウン期間中の勤務時間のうち60%強は在宅によるものです（2017－2018年はおよそ10%）。¹⁷いまや扉が開かれた以上、オンライン勤務の割合が今後上昇する可能性は極めて高く、実質的に企業のオペレーションコストの節約や温室効果ガスの排出削減にもつながります。¹⁸

図表16: 米国における実現可能性が高い事業（HBA）の申請件数（四半期ベース）
2004年第3四半期－2020年第1四半期



出所: 米国勢調査局、Business Formation Statistics

3. ポスト・コロナの世界

我々は現代史のたぐいまれな瞬間を生きています。今回のパンデミックはこれまでにない世界同時ショックをもたらしており、今後、現在一般的となっている経済や地政学上の体制に甚大な影響を及ぼすと考えます。こうした変化の影響力を評価するためにポスト・コロナの世界で顕在化する可能性が高いいくつかの特徴に注目します。すなわち、(1)過去に例のない行き過ぎた財政・金融政策、(2)世界経済に吹き付ける厳しい逆風(先進国の需要低迷と脱グローバル化への新たな動きにより新興国間でパフォーマンスは乖離し、多様化します)、(3)世界各地で高まる政治・経済の二極化、(4)需要低迷の環境下でかつてない水準に膨らむ信用創造、です。

一段と肥大化する金融・財政のバランスシート

今回の危機に突入する以前から、政府債務と金融緩和政策はすでに過去に例を見ない水準まで拡大していました。各国政府の足元の対応から、両者は未知の領域にさらに足を踏み入れるとみられます。

財政出動による景気対策とデフレにより世界の主要国で政府債務がどれほど拡大する可能性があるかを示したのが図表17です。米国については米議会予算局(CBO)の4月の財政赤字と経済成長率の予測を用いたところ、すでに高水準にある政府債務の対GDP比はさらに20%上昇する見通しです。イタリアの債務も同程度拡大する見通しです。2021年については、世界経済がIMFの基本シナリオ通りに回復した場合、経済の再膨張により政府債務は安定すると予想されますが、財政赤字は続く見通しです。景気回復のスピードや当初の政府債務の水準にもよりますが、他の国より改善が見込まれる国もあります。また、双子の赤字を抱える国は国内では債務の借り換えは一段と困難になるとみられます。

程度の差こそあれ、中央銀行のバランスシートも拡大する見通しです。米国の場合、政府債務が最終的にどのような金額になるのかは不透明です。いまのところ政府証券の追加の買い入れ額に制限はなく、買い入れ枠の一部が使われない可能性もあるからです。しかし、我々はFRBのバランスシートは2020年末には6.2兆米ドル以上拡大し、FRBの総資産は10兆米ドルを超えると予想しています。これはFRBが年内は4月第1週に打ち出したペースの4分の1のペースで資産購入を続け、現在のところ大半はまだ使われていませんが、2.3兆米ドルの買い入れ枠がすべて使われることを前提としています。

2020年は政府債務は世界中で増加へ

図表17:主要国の経済成長率と政府債務の対GDP比

2020年4月

		米国	ドイツ	フランス	イタリア	日本	中国
2020年名目経済成長率	前年比(%)	-6.1%	-6.7%	-6.9%	-8.9%	-5.0%	4.2%
2020年プライマリーバランス	対GDP比(%)	-16.1	-4.9	-7.9	-4.8	-7.1	-10.3
2019年政府債務	対GDP比(%)	109.0	59.8	98.5	134.8	237.4	54.4
2020年政府債務	対GDP比(%)	133.2	69.3	114.3	153.2	257.4	62.1
2019年経常収支	対GDP比(%)	-2.3	7.1	-0.8	3.0	3.6	1.0

出所:政府機関、IMF、TGM予測

中央銀行のバランスシートは新型コロナウイルス対策により一段と拡大へ

図表18:主な中央銀行のバランスシート(債券残高ベース)

2020年4月

		米国	ユーロ圏	日本
2019年バランスシート	十億米ドル、ユーロ、円	4,166	4,692	480,000
2020年QEの増加額予想	十億米ドル、ユーロ、円	6,200	1,100	80,000
2020年名目GDP成長率	%	-5.3%	-7.30%	-5%
2019年バランスシート	対GDP比(%)	19.4	39.2	87.3
2020年バランスシート	対GDP比(%)	51.3	52.2	107.2

出所:FRB、ECB、日銀、IMF、TGM予測

我々は日銀とECBもバランスシートを拡大するものの、それほど大きくは拡大しないと予想しています。国債とプライベート・アセットの購入を含め、日銀のバランスシートは2020年は16%超(80兆円)増加するとみています。ECBの場合、新たな資産購入プログラムによりバランスシートは今年は少なくとも1.1兆ユーロは押し上げられ、2019年末から20%超拡大する見通しです。

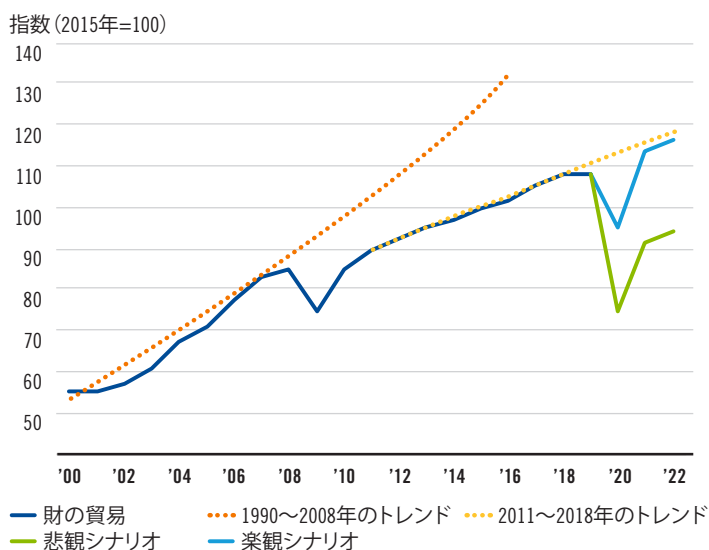
世界経済に対する逆風

IMFの「世界経済見通し」によると、先進国を中心に世界経済は一斉に落ち込み、ユーロ圏は-7.5%、米国は-5.9%、日本は-5.2%のマイナス成長が見込まれています。IMFでは中国、インド、東南アジア諸国連合(ASEAN)をけん引役にアジアの新興国市場について1%のプラス成長を予想していることから、新興国市場全体ではそれほど大きくは落ち込まない(平均-1%のマイナス成長)とみています。

しかし、輸出型経済であるアジアの新興国市場と他の地域の世界同時景気後退によりアジアの新興国市場の景気回復も厳しい試練に立たされています。先進国は新興国市場が原産地となっている最終製品の需要地であることが多く、アジア経済の成長はそうした先進国の外需の動きによって大きく制約を受ける可能性が高くなっています。生産面については、現在の中国がそうであるように、新型コロナウイルス感染拡大の危機を脱し、ロックダウンを緩和する国もみられることから、サプライチェーンの物理的な混乱は速やかに収束する可能性があります。しかし、消費が長期にわたり30%以上落ち込んだ場合、最終製品の買い手を見つけ出すのはひととき困難になります。¹⁹世界貿易機関(WTO)では、貿易量の減少は世界金融危機当時を上回ると予想しています。²⁰

先進国における最終製品の需要低迷により貿易量は減少へ

図表19: 世界の財の貿易量
2020年4月



出所: 世界貿易機関(WTO)

新型コロナウイルスの発生期間とロックダウンの期間が新興国市場の景気回復の行方を占う重要な要因になります。新興国市場の主な輸出企業の生産が需要減により落ち込むと、その影響はサプライチェーン全体に波及し、最終的に製造業や商品価格を通じて途上国経済に下押しリスクをもたらします。新興国市場全体で見ると、債務の返済能力を幅広く悪化させます。しかし、外需の影響を受けにくい一部の新興国は、他の国に比べ今回の危機を乗り切るうえで有利な立場にある点には留意すべきです。

例えば、インドネシアの場合、公的な対外債務はGDPの17%と周辺諸国の中ではひととき高いものの、グロスの公的債務はGDPのわずか30%と地域の中では最も低い部類に入ります。また、同国は比較的内需志向が強く、財・サービスのグロスの輸出額はGDPの21%と、フィリピンの60%、マレーシアの65%を下回ります。加えて、観光業やエネルギー輸出への依存度の低さもあり、同国の国際収支は、大きなイベントによる急速な経済悪化に対する脆弱性が低い状況にあります。世界が深刻な景気後退に向かう中、これらの要因がすべて同国のデフォルトリスクの低さに寄与しています。

同様に、中南米で今回の危機によりデフォルトに陥る可能性が低い国としてメキシコがあります。メキシコは確かにインドネシアとは異なり、北米の近隣諸国のサプライチェーンの主な担い手として国際貿易の影響を受けやすい状況にあります。また、国内の債券市場は外資の参入も多く、世界的な金融市場の動向にも左右されやすくなっています。そういう意味では、財政や景気の悪化が外資の資本流出や格付けの見直しにつながる可能性があり、メキシコには今後数四半期にわたって圧力がかかる可能性があります。さらに、こうした側面から同国の通貨は下落し、長期債の利回りも上昇する可能性が高くなっています。しかし、グロスの公的債務はいまのところGDPの54%(うち対外債務はわずか10%)にとどまっており、債務再編の必要性を検討するまでもなくこうした圧力も吸収できる余地が十分にあります。

これとは対照的に、エクアドルのような国は対外的な脆弱性を数多く抱えており、公的債務を増やす余地は限られています。ドル化政策を採用するエクアドル経済は輸出の4分の1以上、国家歳入の5分の1を原油に依存しており²¹、今回の景気後退を乗り切る政策的な柔軟性は限られます。さらに、中南米諸国の中で新型コロナウイルスによる人口当たりの死者数がこれまで際立って多いという不運な現実にも見舞われています。

エクアドルのグロスの公的債務(IMFの推定では2019年のGDPの49%)はメキシコとあまり変わりませんが、前述の通り債務のすべてがドル建てです。これに対して、メキシコのドル建て債務はわずか一部です。レニン・モレノ大統領は2017年の就任以来、2014年後半の原油価格の急落で膨らんだ財政赤字を食い止めるために財政再建を模索してきました。しかし、財政再建は今回の景気後退を乗り切れるほど十分には進展していません。今回のパンデミックに端を発する足元の原油価格の下落により、同国政府は支払い期限が近づく債務の再編交渉を迫られています。

脱グローバル化の加速

TGMでは今回の危機によりすでに広がりつつある現在の流れは強化され、定着すると考えています。サプライチェーンの混乱をきっかけに、経済的な理由や国家安全保障上の理由から事業拠点の再配置や世界的なネットワークの見直しを計画する米国企業が増えています。米中経済安全保障調査委員会(USCC)が公表した2019年の年次報告書²²は、軍隊を含め米国の消費者は医薬品や医薬品有効成分(API)で中国に「大きく依存している」と議会に警鐘を鳴らしており、これは「経済及び国家安全保障上のリスク」であると主張しています。ブルームバーグ・インテリジェンスが2019年にまとめたデータによると、一部で新型コロナウイルスの治療薬になりうると思われる(ただし、未証明)ヒドロキシクロロキンの場合、米国の供給量の47%をインド市場が占めています。議会調査局の報告書によると、米国が昨年輸入した医療向けの個人用防護具の30%は中国からのものでした。²³

外国頼みの状況をめぐる懸念は米トランプ大統領の経済アドバイザー、ピーター・ナバロ氏の発言に集約されています。ナバロ氏はホワイトハウスの記者会見で「今回の危機から得た教訓の1つは世界的なサプライチェーンに危ういほど過度に依存しているということだ。必要不可欠な医薬品や防衛装備品を2度と海外に頼るべきではない」と発言しています。実際のところ、こうした懸念は米国に限られた話ではありません。新型コロナウイルスが世界的に蔓延する中、ベトナムの米からドイツのフェイスマスクに至るまで、50カ国を超える国が財の輸出禁止や規制に乗り出しています。²⁴ サプライチェーンの強化により安全性が高まることで得られるメリットも確かにありますが、広範囲にわたる変化により経済的な悪影響も現れます。脱グローバル化の影響として小国の開放経済(アイルランド)は大国の閉鎖経済(米国)より影響を受けやすいことが知られています。経済学者は「貿易の利益」を推計してきました。例えば、コステノ氏とロドリゲスクレア氏の2014年の論文によると、単純な古典的アーミントンモデルでは貿易の利益(自給自足の場合と比べた実質消費の増加と定義)は米国で1.8%、アイルランドで8%とばらつきがあります。

もう1つの方法として、一国の貿易(輸出入の合計)がどの程度、影響を受けやすいかを検討する方法があります。グロスの輸出入に注目する代わりに、付加価値項目、すなわち、輸入品を考慮した後に輸出により国内で生み出されるネットの価値について検討します。付加価値データはOECDによって提供されています。最新のデータは2016年のものです。これは貿易に依存する国がどの程度影響を受けやすいかを示しています。図表21は図表20と同様の傾向を示しています。インドや米国などは貿易に大きく依存していません。一方、アイルランドなどは貿易ショックによる影響を大きく受けます。脱グローバル化は貿易に依存する国に大きなリスクをもたらしています。

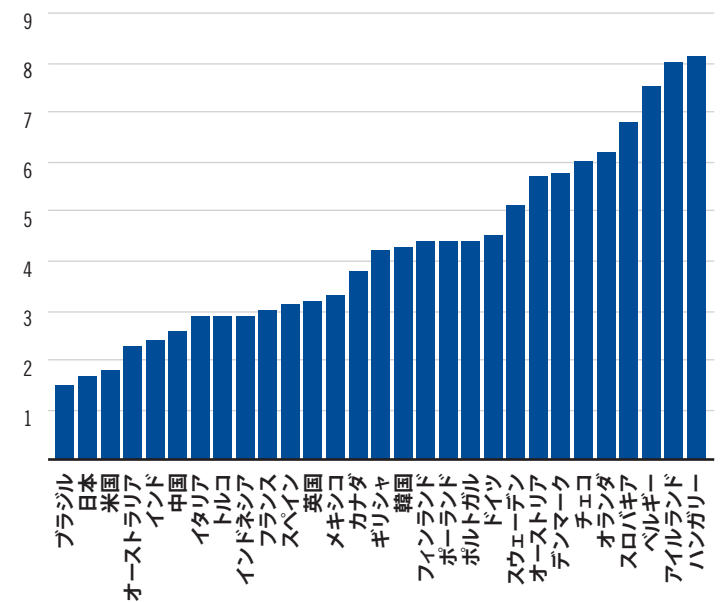
おそらくはるかに重要なことは、グローバル化がアイデアの波及を可能にし、(広義の)技術の改善を行き渡らせていることです。外国からの直接投資(FDI)を多く受け入れている国にはメリットがもたらされます。労働者は優れた経営や事業の運営方法を学ぶことができるほか、海外との接点も多くなるからです。海外との接点が増えると、国内のイノベーションが促されます。

貿易はネットで見て国に経済的利益をもたらす

図表20: 貿易による経済的メリット

2014年

貿易取引なしの環境と比較した実質消費の変化、%



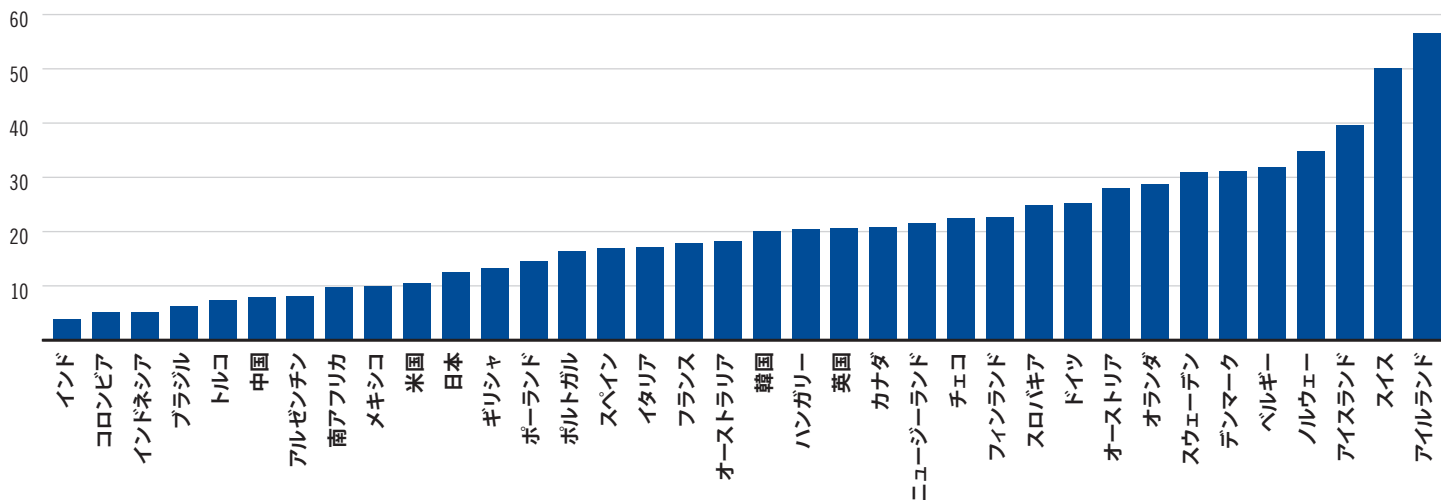
出所: アルノ・コステノ氏、アンドレス・ロドリゲスクレア氏(2014年)「Trade Theory with Numbers: Quantifying the Consequences of Globalization」。「Handbook of International Economics」第4巻

国によって異なる貿易の影響

図表21: 貿易による付加価値 (対GDP比、%)

2016年

輸出入による付加価値 (対GDP比、%)



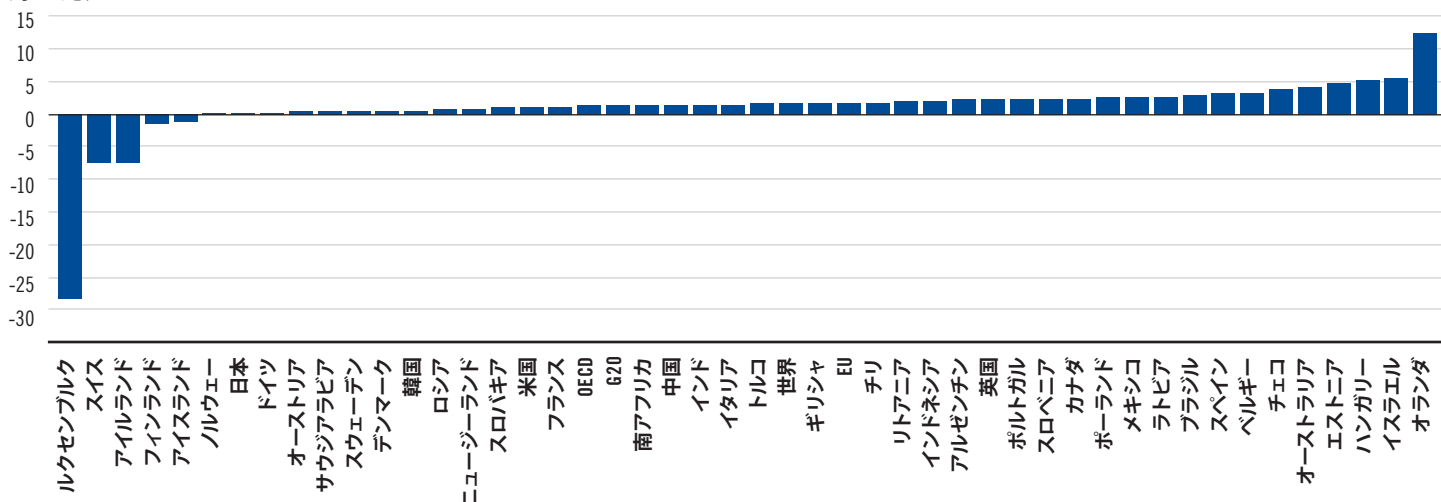
出所: 経済協力開発機構 (OECD)

外国直接投資 (FDI) は多くの国にとって重要な資金調達源に

図表22: FDIの流入 (対GDP比、%)

2018年

対GDP比、%



出所: 経済協力開発機構 (OECD)

二極化

今回の危機によって我々は不透明な経済領域に足を踏み入れています。その影響も今後社会、政治のレベルで顕在化すると思われる。

二極化する政治環境下で米国は数十年前から一段と分断を深めてきました。メディアや弁論術の進化は別として、こうした変化は選挙データに明確に現れています。2016年の大統領選では「(ヒラリー・)クリントンか(ドナルド・)トランプのどちらかが60%以上の得票率を獲得した郡で有権者の61%強が投票しました。、、、これは2012年の50%、1992年の39%を上回ります。、、、全米3,113郡(あるいは郡相当)のうち1桁、すなわち、10%未満の差で決着がついた郡はわずか303群です。これに対し、1992年は10%未満の差で決着がついた郡は1,096郡ありました(ただし、この選挙では全米規模の得票率では大きな差が出ました)。50%以上の差をつけて圧勝した郡の数は1992年の93郡から

2016年は1,196群に急増しており、これは全米の郡の3分の1強を占めます。」²⁵

米国文化における二極化の広がりという現実は今現在の苦境下でも明らかになっています。「新型コロナウイルスの深刻さやソーシャル・ディスタンスの重要性に対する考え方が共和党員と民主党員で大きな隔りがある」ことが調査結果で判明しています。²⁶規制も含めると、他人との接触を減らしたと答えた人は、有力共和党員より有力民主党員のほうが多い(標準偏差0.18)という結果が出ています。有力民主党員は有力共和党員に比べソーシャル・ディスタンスを取らないリスクは大きい(標準偏差0.34)と考えています。

政党間の二極化の高まりに加え、富の格差の拡大と社会的流動性(社会階層間の移動)の低下により強烈的な反体制感情が根付き、伝統的な政治志向の両サイドから支持を得ています。こうした傾向は新型コロナウイルスのパンデミックの期間を通じて強まる見

込みです。というのも、今回の新型コロナウイルス感染拡大とそれに伴うロックダウンにより、家計にあまり余裕のない人々は（経済や健康という観点から）ひととき大きな痛手を被ることになるからです。

米国では、収入が第1四分位数に属する人々の90%は有給の病気休暇を与えられていますが、第4四分位数に属する人々は47%しか与えられていません。²⁷さらに、所得が高い労働者はパンデミックの期間も在宅勤務が可能とみられ、全く仕事ができないというケースは極めて少ないようです。一方、所得が低い労働者は仕事に行き感染のリスクにさらされるか、それとも基本的な生活費さえ稼げずに自宅で待機するかという難しい決断を迫られています。²⁸所得階層の最上位と最下位の人々の経験が以前から異なるのであれば、今回は両者の格差は一段と大きく広がる可能性が高いとみられます。

要するに、すべてのグループに等しく影響を及ぼすというより、パンデミックによる健康や経済への影響は特定の階層や場所に属している人々に最も顕著に現れるとみられます。こうした不均一な影響は、所属政党、富、人種、居住地（都市対地方）などに関わる既存の社会の断層を押し広げる可能性が高くなります。

米国の民主主義は政治、経済、社会の二極化の進行によって大きく揺らいでいます。こうした二極化傾向は、譲歩と対話を必要とするように設計された独特のシステムの中で敵対心をあおり、党派意識を助長しています。米議会は先頃、今回の米国にとっての重大な局面で超党派で大規模な経済対策を承認しましたが、今回の危機以前と危機後も続くであろう議会の現実からすれば、残念ながら単なる例外でしかないようにみられます。

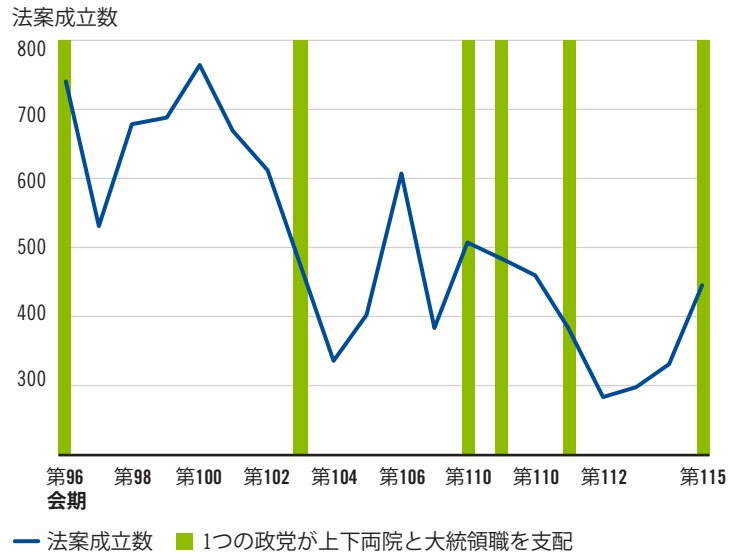
世界を見渡せば、米国の二極化傾向は例外というよりありふれた現象です。今回のパンデミック以前から、こうした二極化は世界の様々な地域で繰り返されてきました。そうした例は英国のブレグジットから度重なるイスラエルの新政権が発足できない状況に至るまで枚挙に暇がありません。かつて統治プロセスの一環として行われてきた政治的な議論や譲歩は、ますます稀にしか見られなくなりました。

世界の指導者が重大な局面で協力できることは確かです。例えば、年初の原油の急落局面では世界の産油国、石油輸出国機構（OPEC）加盟国とロシアのみならず、20カ国財務大臣・中央銀行総裁会議（G20）参加国も迅速に対応し、世界的な減産計画を打ち出しました。OPECプラスは日量970万バレルの減産で合意しました。G20は日量500万バレルの減産に乗り出すと予想されています。しかし、米議会在先頃、ほんのひとときだけ協力して超党派で景気対策を承認したように、今回の協調減産も長くは続かないと予想されます。

ねじれ議会が法案成立を阻むケースが増加

図表23:米議会で成立した法案の数

1979年1月－2019年1月（第96議会－第115議会）



出所：米連邦議会議事録

これに対し、今回の危機により世界中で失政や二極化は深刻化する可能性が高くなっています。経済学の教授であるダニ・ロドリック氏は「新型コロナウイルスは危機以前に顕在化した動きを変えることもましてや覆すこともないだろう」と題する最近の論文で我々が抱く懸念を要約しています。「新自由主義（ネオリベリズム）は徐々に死にゆく運命にある。ポピュリストの独裁者はひととき独裁色を強めるだろう。国民国家が再び政策余地を求めるようになり、ハイパーグローバル化は守勢に立たされるだろう。中国と米国は今後も衝突が続くとみられる。そして、国民国家では寡頭体制の支配者、独裁的なポピュリスト、リベラルな国際主義者の中で争いが激化するとともに、左翼は過半数の有権者にアピールできるプログラムを打ち出そうと四苦八苦するだろう。」²⁹と教授は述べています。

地政学上のリスク

現在の米中関係はおそらく過去40年間で最も大きな議論を巻き起こしています。中国の経済力、政治力の台頭に米国の内向き志向が重なり、地政学上のバランスに変化が生じています。米国が第2次世界大戦以降に形作った世界秩序はいまや試練に立たされつつあります。もはや2つの超大国は転機を迎えており、両国は本質的に敵対し、避けられない関係にあることを認識しています。米国の以前の地政学上の敵であったソビエト連邦とは異なり、中国は世界経済に深く組み込まれており、米国にとって冷戦時代と同じ孤立化戦略を採用することはほぼ不可能です。例えば、ドイツやフランスなど米国の主要な同盟国の多くは、米国より中国と貿易面で強く結び付いています。これが新たな覇権体制をひときわ複雑なものにしています。

2つの超大国をめぐるの騒動は度々発生してきました。激化する領土紛争に加え、貿易をめぐる緊張がここ2年間マスコミを賑わせています。不公正貿易の訴え、違法な技術移転、知的財産権の侵害は両国の緊張を高めてきました。それでも両国は合意にこぎつけましたが、部分的な合意にすぎませんでした。2020年1月に貿易協定で第1段階の合意に達しましたが、第2段階に向かいつつある最中に新型コロナウイルスのパンデミックにより突如として中断されました。今回のパンデミックにより米中間の隔たりは広がる可能性が高く、一方で、他のアジア諸国は2つの超大国が信頼できるパートナーではないことを認識することになるとみられます。

欧州では、政治的、経済的な結束が新たに試練を迎えています。直接の原因の1つは、ユーロ圏内の債務の相互化をめぐる新たな議論です。債務の相互化という考え方は、2010年の欧州債務危機の際に初めて登場しました。今回はイタリアとスペインが「コロナ債」という概念を提案しました。理論的な根拠もある程度ありますが、ドイツやオランダなどユーロ圏の北部加盟国は強く抵抗しています。コロナ債の導入をきっかけに将来、債務の相互化へ向けた扉が一段と広く開かれることを懸念しているからです。代わりに、地域経済への影響を緩和する政策はこれまでのところ国ごとに行われています。ドイツとイタリアの財政対策の規模を比較すると、その違いは顕著です。ドイツでは連邦政府が景気対策として1,560億ユーロ(GDPの5%程度)補正予算を組みました。これに対し、今回の危機の中心地であるイタリアでは政府は250億ユーロ(GDPのおよそ1.4%)の緊急予算しか組んでいません。³⁰

ユーロ圏共通の政治的価値という概念もほころびを見せています。欧州連合(EU)では、ハンガリーなどの国はEU内で共有する価値から大きく離れてしまいました。ハンガリーに対しては現在、EU基本条約第7条に基づく制裁手続きが進められています。第7条は加盟国がEUの基本的価値に違反するリスクがあると判断された場合に適用されます。手続きは2018年後半に開始されていますが、ハンガリー議会が政府の権限を無期限で大幅に拡

大する法案を可決したことから、EU首脳陣との緊張が足元で高まっています。他のEU加盟国も今回のハンガリーの動きに対して懸念を表明しています。

一方、ここ2ヵ月間はパンデミックの行方に関心が集まっていますが、それ以外にも世界中で緊張の火種はくすぶり続けています。以下に波乱要因になりうる状況をいくつか取り上げます。

- 英国ではブレグジットをめぐる交渉がなお続いています。当初の指針は起草されていますが、プロセスがどのように進むのか完全には明らかになっていません。ポスト・ブレグジットへの移行は2020年12月31日が期限ですが、いまのところ実現できそうにありません。移行期間の延長を要請することが次の選択肢になります。英国は6月までに延長を要請する必要があります。
- 北朝鮮では2020年第1四半期に軍事演習やミサイル発射の動きが加速しています。
- EUとトルコは2016年に難民危機をめぐる合意に達し、難民問題にはひとまず区切りが付きましたが、永久に片付いたという状況には程遠いものでした。国連難民高等弁務官によると、トルコには現在、登録済みのシリア人難民がおよそ360万人います。³¹ 足元ではシリアとリビアをめぐるEUとトルコの関係は悪化しており、これが両者に緊張をもたらしています。トルコのレジェブ・タイップ・エルドアン大統領はトルコは「扉を開き」、難民をEUに入国させると度々脅してきましたが、2020年2月28日にこれが現実のものとなりました。トルコは同日にギリシャとの国境を開放しており、新たな難民危機を引き起こしかねない状況にあります。³²
- 不安定化は中東でくすぶり続けるリスクです。新型コロナウイルスが発生する数ヵ月前に大規模な反政府デモがイランとイラクで表面化しました。イランは政府の手緩いウイルス対策により初期感染のホットスポットの1つとなり、反政府ムードは悪化し続けています。加えて、シリアでは足元で軍事的緊張はやや収まっているとはいえ、ロシアとトルコが国境地帯の支配をめぐる火花を散らせており、火種はなおくすぶり続けています。同時に、原油価格が50%以上下落する中、中東諸国の政府は大幅な歳入減に見舞われ、これに伴い手厚すぎる福祉制度を縮小せざるを得なくなり、民衆の不満をあおる可能性があります。サウジアラビアのスニ派とイランのシーア派の争いは深刻化し続け、直接対決や、レバノン、イエメンなどでの代理紛争の火種を生んでいます。

信用創造の結果

主要各国中央銀行で続くバランスシートの急増についてもそのリスクを検討する必要があります。こうした政策が及ぼす影響については支配的な(時として食い違う)理論がありますが、少なくとも現代では紙幣の増刷の影響は単純なものではありません。

1つには、世界金融危機後のQEの経験やここ20年間の日本の経験からすると、インフレや名目賃金、名目金利などの名目変数を決定づけるのはマネーサプライの伸びだけではないということです。他方で、米国債の借り換えを手助けすることを目的とした戦後の金融緩和は、長期的にインフレの上昇を招く結果となりました。ミルトン・フリードマン氏も述べているように³³、米国では1800年代以降、過去3度の戦争後インフレ率は上昇しました。

いまや我々は未知の領域に足を踏み入れています。FRBは世界金融危機当時もQEを何度か拡大していますが、米国債の発行額以上に米国債を買い上げることはありませんでした。しかし、今回の危機では資産購入を極端に加速しており、また、買い入れ額が無制限のプログラムであることからすると、FRBは米国債を完全に引き受ける(ファイナンスする)ようになる可能性があります。FRBの資産購入の加速によりFRBの預金取扱機関が保有する準備預金は急増しています。

しかし、紙幣の増刷が必ずインフレを招くという考え方をめぐっては検討しなければならない注意事項がいくつかあります。

- 最初に、図表24が示すように、インフレ圧力が高まるには4年(南北戦争後)から9年(第2次世界大戦後)を要します。³⁴
- 次に、戦費とは異なり、パンデミック関連の支出は多かれ少なかれ災害救済であり、今回のマネーを裏付けとする支出が需要の喪失分を穴埋めできるほど十分であるという証拠はほとんどありません。パンデミック関連の支出が行われている間に需要超過が生じていないからといって、今回だけは異なり、マネーサプライの拡大が高インフレを招くことはない信じられることはできるでしょうか？
- 同様に、マクロ経済学者による最近の調査³⁵では、パンデミックには長期的に実質金利を引き下げる効果があることがわかっています。著者によると、これは余剰資本による投資機会の減少(過去のパンデミックでは平均寿命が大きく低下)か、もしくは貯蓄意欲の高まりが主因です。また、その影響は資本も破壊されるような戦時中の戦費が実質金利に及ぼす影響とは対照的です。

最終的にインフレを招いた過去の信用創造の事例

図表24: 大戦時のマネーサプライの伸びとインフレ率

	第2次世界大戦	第1次世界大戦	南北戦争
戦争開始時	1939年9月	1914年7月	1861年4月
物価のピーク	1948年8月	1920年5月	1865年1月
マネーサプライの年間伸び率	12.1%	12.9%	24.0%
卸売物価指数の年間上昇率	8.7%	15.3%	24.5%
マネーサプライの比率(戦争のピーク時/戦争開始時)	2.75	1.96	2.32
卸売物価指数の上昇率の比率(戦争のピーク時/戦争開始時)	2.13	2.32	2.32
戦争開始1年前のインフレ率	-2.0%	2.4%	0.0%

出所: "Price, Income, and Monetary Changes in Three Wartime Periods: ミルトン・フリードマン," The American Economic Review, Vol. 42, No. 2 (1952年5月). <https://www.nber.org/chapters/c11389.pdf>; ミネアポリス連邦準備銀行。消費者物価指数、1800-.minneapolisfed.org.から引用

我々は今後、マネーの増加、需要の減少、世界的な供給システムの効率性の低下という世界に直面する可能性が非常に高く、いずれも財や資産の価格の変化の度合いが極めて予測しづらくなることを示唆しています。同時に、貯蓄を増やして負債を返済するのか、それとも実質的なインフレ税を払うのか、我々の政治的な選択が経済的な結果を左右する重要な役割を担う可能性が高くなっています。こうした政策議論が続く中、今回の景気回復局面で中央銀行が選好する可能性が高い新たな手段、すなわち、ヘリコプターマネーについて詳しく検討する必要があります。

ヘリコプターマネー

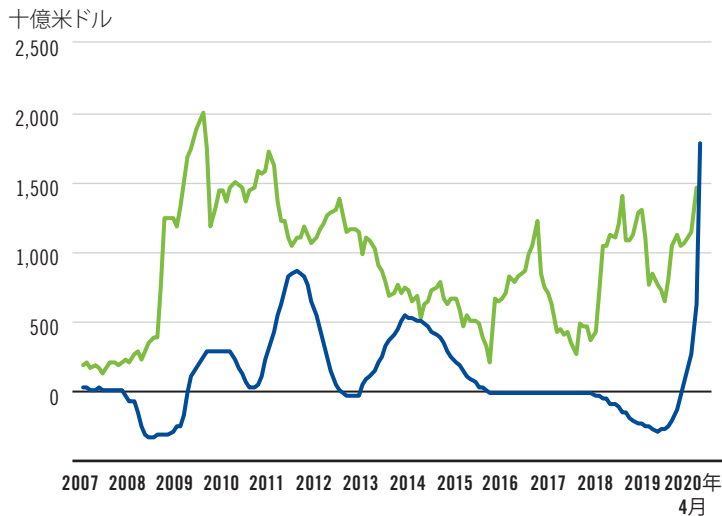
ヘリコプターマネーという用語は、拡張的な財政政策によるマネーの「ヘリコプター投下」の喩えで、マネーサプライの恒久的な拡大によってファイナンスされるというものです。言い換えると、債務ではなくマネーによってファイナンスされる財政支出を指します。あるいはベン・バーナンキ元FRB議長はこれを「マネーファイナンス財政プログラム(MFFP)」と呼んでいます。

FRBは国債の発行額より多く国債を買い入れ、流動性を拡大

図表25: 米国の国債発行借り入れ額とFRBの買い入れ額

(12ヵ月ローリング)

2007年1月－2020年4月



— FRBの国債買い入れ増加額 — 国債発行借り入れ額

出所:FRB;米財務省 (Monthly Treasury Statement)

どのように機能するのか?メカニズムと制約

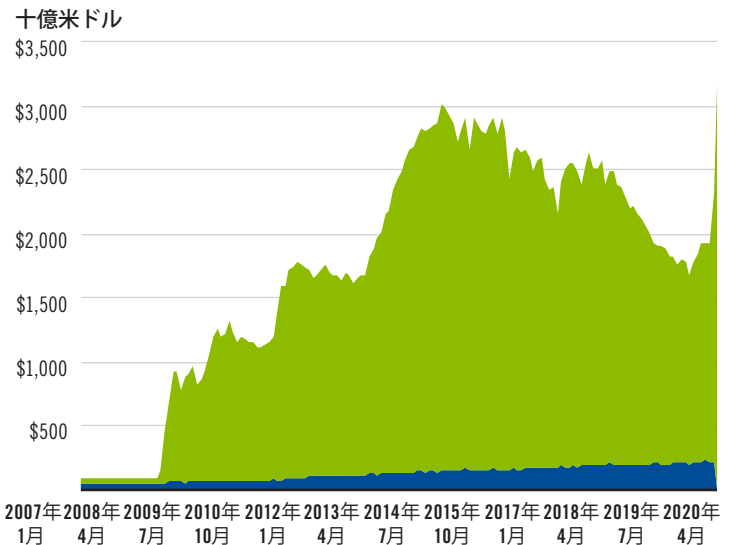
ヘリコプターマネーのメリットは、非伝統的な金融政策さえもはや効果を持ち得なくなった場合に、財政支出を可能にする最後の手段になりうることにあります。すなわち、人々が現金を蓄え、低金利のメリットが効果をもたらさなくなった時がそうです。³⁶この戦略がとりわけ魅力的なのは、いくつもの経路を通じて経済に影響を及ぼす可能性を秘めているからです。以下に取り上げる4つの経路(バーナンキ元FRB議長による)のうち、減税などの伝統的な財政政策は最初の2つのみをターゲットにしています。

- **経路1:** GDP、雇用、所得にもたらす公共投資の直接的な効果。
- **経路2:** 財政支出の拡大による家計所得の増加。それにより個人消費も誘発される。
- **経路3:** マネーサプライの増加に起因する期待インフレ率の一時的な上昇。名目金利がゼロ近辺で張り付いているとすると、期待インフレ率の上昇により実質金利は低下し、設備投資などの支出が誘発される。
- **経路4:** デットファイナンス財政プログラムとは異なり、マネーファイナンス財政プログラムは将来の税負担を増やさない。

とはいえ、現実の世界ではヘリコプターマネーには多くの制約が

図表26: 預金取扱金融機関の準備預金

2007年1月－2020年4月



■ 所要額 ■ 超過額

出所:FRB

ある可能性があります。政府は2つの主な約束事を守る必要があります。すなわち、(1)金融政策を逆転させず、マネーサプライへの恒久的な影響を確保する、(2)危機的状況下において期間限定でのみ実施する。いずれも約束するのは簡単ですが、約束を守るのは難しくなります。政治サイクルによる変化によってこれらの約束事を長期間守るのは難しくなるほか、ヘリコプターマネーによるリソースが効率的に活用されることを確実に保証するものがあり得るのかも疑問です。

メリット、コスト、リスク

これらの約束事が果たされるとすると、経済的なメリットが確実にもたらされる可能性があります。理論的には、成功すればGDP成長率は急伸し、それに伴いインフレ率は上昇し、実質金利は低下します。さらに、名目GDPが押し上げられ、政府債務の対GDP比率は低下します。最近の日本が似たような状況にあります。

しかし、こうした狙いにはいくつかリスクもあります。

- おそらく最も重要な点は、過去に政府が紙幣の増刷によって赤字を穴埋めしようとしても、うまく成功した試しがないということです。むしろ、1920年代の戦間期のドイツや1980年代の中南米のように、景気の悪化とインフレの昂進に結び付く傾向があります。米国ではFRBが1970年代初頭に公共投資をファイナンスする政治的圧力に屈し、マネーサプライの拡大がインフレの急上昇をもたらし、1980年代までインフレは高止まったままとなりました。

- 成長率が向上かずにインフレ率が上昇することになれば、名目金利は上昇し、通貨は下落します。その結果、返済期限が短い債務や物価に連動する債務、ハードカレンシー建て債務を抱える国には深刻な影響がもたらされます。
- 世界の中央銀行は1990年代以降、インフレの抑制に尽力することで信認の確保に努めてきました。しかし、同じ中央銀行が景気のコト入れに注力するあまり持続的な物価の上昇を招いたとすれば、過去30年間に及ぶ実績も元の木阿弥となります。
- 最後に、ヘリコプターマネーが危機的状況下で効果を発揮するとすれば、非緊急時でもヘリコプターマネーの継続を支持する声が広がる可能性があります。ヘリコプターマネーを継続する意志が透けて見れば、インフレ期待は絶えず上昇する可能性があります。

新型コロナウイルス危機期間中のMFFP:ヘリコプターマネーの開始

パンデミックに見舞われるまだ半年前のことですが、真摯な政策当局者たちはヘリコプターマネーは実現困難だと考えていました。ところが、主要各国の足元の行動はヘリコプターマネーの定義に概ね当てはまっているように思えます。政府は暗黙のうちに一線を越えており、支出の大幅な拡大で巨額の赤字が見込まれ、本質的に中央銀行によるファイナンスが必要となっています。

前章で触れたように、FRBは無制限のQEプログラムを導入しており、年内に計画している国債の発行額より多くの国債を買い入れる可能性があります。実質的に、これは政府の赤字を完全にファイナンスする公約を意味します。日銀とECBもそれぞれのQEプログラムを通じて国債を大量購入してきました。先進国の中央銀行の国債保有残高は増加の一途を辿っており、購入規模の大きさからして保有残高が予見可能な将来に減少に転じることはないと言え、経済主体が判断する時が近々訪れる可能性があります。

ECBが先頃、貸出条件付き長期資金供給オペ(TLTRO第3弾)の金利を-0.50%に引き下げたことも注目材料です。金融機関がECBから有担保で100ユーロ借りたとすると、期日に返済する資金は99.5ユーロで済むことになります。これは短期プログラム³⁷ですが、慣例からの逸脱を過小評価すべきではありません。ECBの2016年当時のチーフ・エコノミストであったピーター・プラート氏は、ヘリコプターマネーについて銀行のツールボックスの中で理論的に可能かつ実際に利用可能な手段であると述べています。さらに、「そうした極端な手段に頼るべきかどうか、頼るとしたらいつ頼るべきかが問題だ」³⁸とも付け加えています。その時はすでに訪れており、まもなくヘリコプターマネーが活用され始める可能性は高くなっていると考えます。

4. 投資への影響

多くの投資家は何十年もの間、資産配分比率60対40（株式60%、債券40%）のポートフォリオの分散投資効果を信じ、それに頼ってきました。しかし、こうした「ルール」には重要なリスクが2つあり、投資家はリスク管理を検討する際に事前のアプローチを強化する必要があると考えられます。

- まず第1に、先進国では金利がゼロに近づいており、リターンの上昇余地は限られる可能性が高く、したがって、デュレーション重視の戦略はこれまでと同じ投資資金の保全手段にはならない可能性があります。
- 次に、従来の資産クラス間の相関関係は今後変化する可能性があります。中央銀行の行き過ぎた金融緩和と支出の拡大により途方もない財政赤字がもたらされており、株式と債券の双方に悪影響を及ぼす可能性があります。

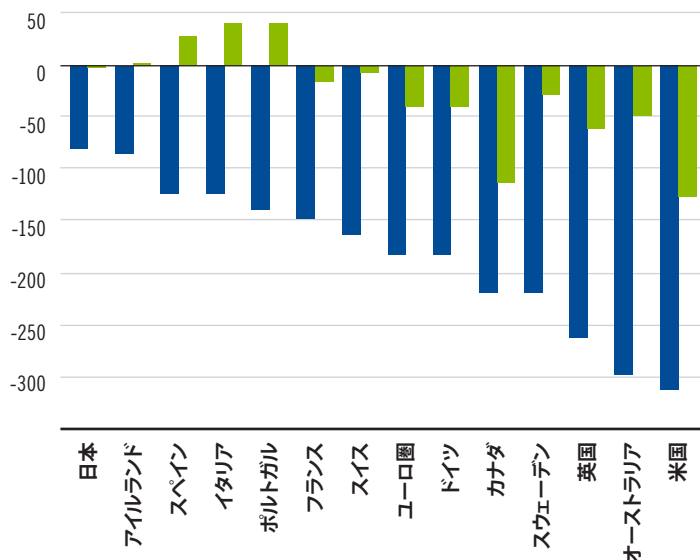
これまで波乱相場では、安定した投資先として国債に頼ってきました。しかし、低利回りやマイナス利回りの債券が急増し、株式と債券のマイナスの相関関係が薄らぐ中、債券が持つ安定した投資先としての役割は疑問視されています。このため投資家は、市場ベータに合わせて構築されるポートフォリオの補完と分散化に寄与する、真に固有のアルファの源泉を探し出す必要があります。

新型コロナウイルス危機最中の債券利回りは世界金融危機当時に比べ低下余地に乏しい

図表27: 世界金融危機当時と新型コロナウイルス危機最中の各国国債利回り（10年国債）の変化

2020年5月

10年国債利回りの変化（ベースポイント）



■ 世界金融危機 - 10年国債利回りの変化

■ 今回の新型コロナウイルス危機 - 10年国債利回りの変化

出所: ブルームバーグ

ます。こうした基準に当てはまる投資対象として、日本円やスイスフランなど安全資産とされる一部の通貨に価値を見出しています。最近の動きを見ると、これらの資産は脆弱な資産クラスとも相関関係がなく、投資資金の保全に一役買っています。

新興国市場のアルファを追求

我々はまた新興国市場でアルファを追求する方針です。危機的な状況下や大波乱の相場においては、新興国市場間の格差が顕著になる可能性があります。個々の国の経済ファンダメンタルズや財政事情、統治能力、公衆衛生の質によってパフォーマンスの違いが鮮明になる可能性が高いことから、新興国市場債券のアクティブ運用には一段と適した相場環境となりつつあります。

市場の変化をうまく捉える柔軟で機動的な戦略

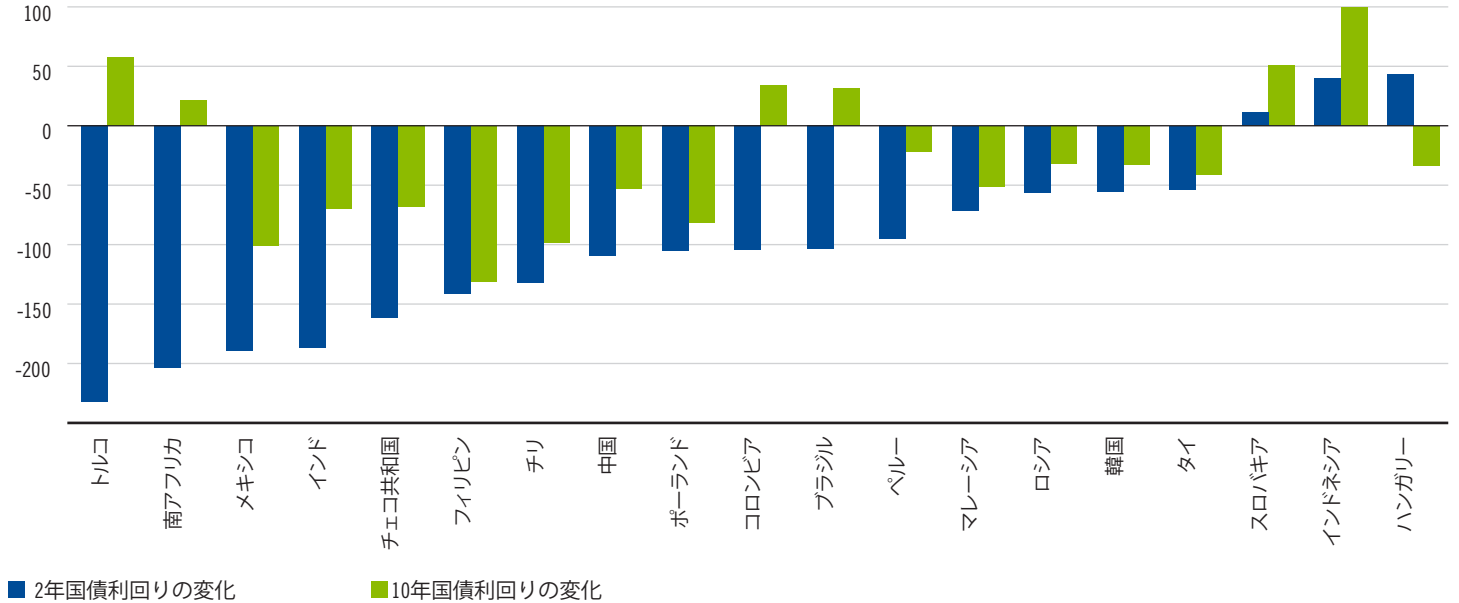
アンコンストレインド戦略には、多くの場合、市場動向に応じてポートフォリオのリスクを増減できる柔軟性があります。弱気相場に備えてディフェンシブなポジションへシフトし、リスク・バジェットを引き下げること、リスクオンの環境に備えていち早くポジションを組み替えることも可能です。

直接ヘッジや代替ヘッジなどのヘッジ戦略を通じてテールリスクを軽減したり、特定の望ましくないリスクを低減させることも可能です。例えば、一部の新興国の現地通貨建て国債は先進国に比べ利回りが比較的高いうえに、利下げ余地が大きいため、キャピタルゲインの余地も大きくなります。図表28が示すように、今回の新型コロナウイルス危機では多くの新興国市場の現地通貨建て債券は高騰し、利回りは低下しています。しかし、危機的な状況下や波乱相場では通貨は下落しやすいという脆さを抱えています。ここで直接ヘッジや代替ヘッジの戦略が効果を発揮する可能性があります。例えば、代替ヘッジとしてオーストラリアドルをショートにすれば、新興国市場のベータリスクを間接的にヘッジすることができます。これはオーストラリアが新興国市場と中国経済やコモディティ市場などに関連する共通のリスクを抱えているためです。オーストラリアドルをショートにする代替ヘッジによりブラジルなど利回りが高いコモディティ生産国の通貨安をヘッジすることができます。また、図表29にある日本円のように、安全資産とされる通貨も新興国市場の通貨安のヘッジに寄与することができます。

一部の現地通貨建て債券は今回の新型コロナウイルス危機時に急騰

図表28: 今回の新型コロナウイルス危機時の現地通貨建て国債利回りの変化
2020年2月ー2020年5月

利回りの変化(ベースポイント)

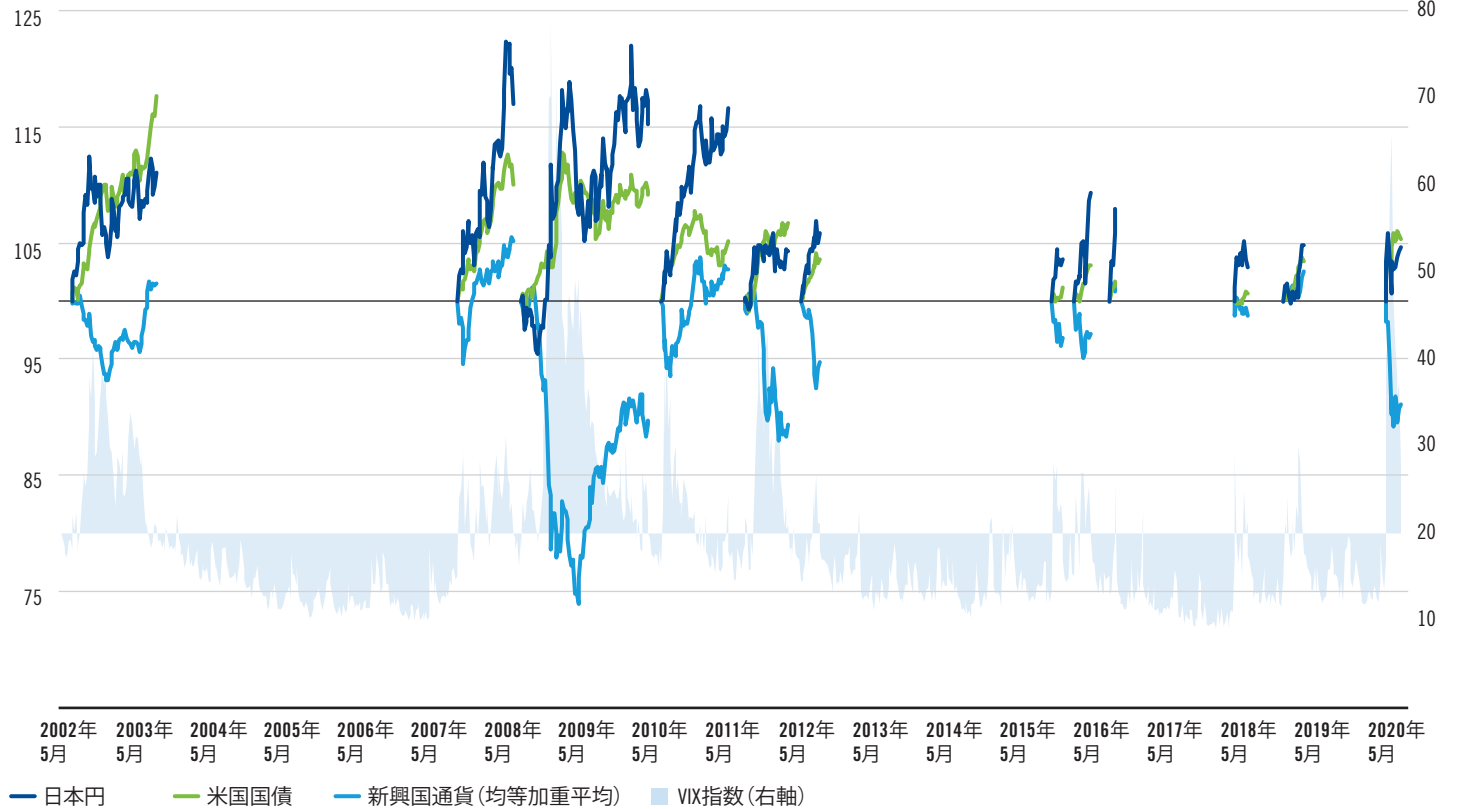


出所: ブルームバーグ。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

日本円はグローバルリスクの回避に有効なヘッジ手段

図表29: 大波乱相場における日本円、米国国債、新興国通貨の比較
2002年5月ー2020年5月

週次の累計リターン



出所: ブルームバーグ。過去の運用実績は将来の運用成果を示唆あるいは保証するものではありません。

5. 環境、社会、ガバナンス要因への影響

今回の局面で明らかになった数少ない明るい材料の1つに、ロックダウンの実施に伴い二酸化炭素(CO2)の排出量が世界各地で大幅に減少していることがあります。2月以降の4週間で世界最大のCO2排出国である中国では25%減少しました。³⁹欧州では、全国的なロックダウンを含む厳しいパンデミック抑制策の実施によりEU加盟27カ国で1日当たりのCO2排出量が58%減少しました。⁴⁰米国(世界第2位のCO2排出国)の場合、米エネルギー情報局(EIA)ではエネルギー関連のCO2排出量は2020年は7.5%減少すると予想しています(2019年は2.7%減少)。パンデミックが収束し、行動制限が解除されれば、減少した分の大半は元に戻る可能性があります。CO2排出量の部分的な減少は今後も続く見通しです。

ここ数ヶ月間でオンライン接続の限界が試されてきました。テレワークの働き方は今回の危機以前にもほんの一部の産業で活用されていましたが、今回のパンデミックをきっかけに他の業界にも広がると予想されます。テレビ会議はもはや珍しい光景ではありません。ありふれた風景になりうるということが証明されています。そうした面でデジタル経済が拡大することで出張関連のCO2排出量は大きく減少すると予想されます。

市場に対するパンデミックの影響は、環境・社会問題が金融リスクであることを改めて思い起こさせます。環境・社会問題と金融リスクは相互に関連しうるものであり、考慮に入れる必要があります。さらに、現在のパンデミックにより世界的に広がる影響は、大惨事に見舞われる前に危機耐性を高める措置に投資する必要性を示しています。

持続可能性の重視はポートフォリオの耐性強化に役立つ可能性があります。サステナブル投資の採用は今後数年、数十年にわたりパフォーマンス優位をもたらす新たな試みであると考えています。このため、TGMでは、先頃新たに健康安全保障の指標を加えた独自のESG指数に基づいて投資の優先順位付けを行っています。

結論

世界的なパンデミックによる経済への影響は依然、複雑かつ不透明であり、人々の生活への影響は絶えずつきまとい、とどまることのない悲劇となっています。世界の政策当局者、ビジネスリーダー、一般市民には数々の試練やリスクが待ち受けています。ダメージや混乱は、時としてマクロのレベルと些細な日常レベル双方においてとてつもなく大きなものになる可能性があります。しかし、我々はどこに導かれるのかをよりよく理解するために、引き続き今回の局面をより深く理解することに努めることが重要です。

世界経済の成長の先行きについてはなお不透明感が強いものの、我々の現時点の調査では、景気がV字回復し経済活動が危機以前の水準にいち早く復帰するということはなく、経済活動は緩やかに再開され、景気も緩やかに回復する可能性のほうがはるかに高い状況にあります。経済活動の再開にあたり生産能力に制約があるほか、短期間では元通りにならないダメージが続いていることが一因です。

これも重要なポイントですが、今回の危機により国内及び国際社会の既存の弱点が悪化し、その結果、脱グローバル化、政治の二極化、地政学上のリスクが強まり、これらがすべて世界経済にとって新たな逆風になると予想されます。

そのような新たな逆風が吹きつけるのは、世界の大国の政府が経済対策として非伝統的な財政・金融政策を一層強化しているからです。中央銀行は資産購入の対象を国債から投資不適格級の社債まで広げることで金融市場のストレス緩和にすぐに動き出しましたが、金融市場への流動性供給と民間企業の支払不能の回避措置の区別が曖昧になっています。大規模な財政支出と無制限の金融緩和により長期的にはインフレ圧力は上昇する可能性が高くなっています。

こうした異例の状況から我々は高まる金融市場のリスクについては慎重なスタンスを崩していませんが、今後数ヵ月、数四半期にわたり潜在的な投資機会が訪れる可能性があるとの楽観的な見方もしています。金融市場では日々、新たに大量の情報が明らかになりつつあり、変わりゆく経済情勢と前代未聞の政策対応とともに様々な資産のバリュエーションもこれまでにパターン化されることがない形で変化しています。

我々は現在、安全資産とされる資産、米国の短期国債、比較的耐性のある一部の新興国のハイイールド債を選好するとともに、キャッシュを厚めにしていきます。我々は世界金融危機当時も同様の戦略を採用しており、危機のピークに備えてディフェンシブなポジションを構築し、その後、景気回復の初期段階に向けて価格の歪みを機動的に追求する戦術にシフトしました。しかし、いまなおパンデミックの経済的影響の初期段階にあり、残念ながら不確定要素は多く、経済的に複雑な要素も多い状況です。とはいえ、我々は変わりゆく危機的状況下で引き続き新たな情報や新たな知見の収集に努め、国単位で世界経済を注視しつつ、ポスト・コロナの世界に訪れる次の投資機会を発掘していく方針です。

巻末注記

1. 出所:国際通貨基金(IMF)、世界経済見通し、2020年4月
2. 出所:米ジョンズ・ホプキンス大学、データは2020年5月8日時点
3. 出所:国際通貨基金(IMF)、世界経済見通し、2020年4月
4. 2007年12月-2009年6月時点の全米経済研究所(NBER)による定義
5. 出所:経済協力開発機構(OECD)(2020年3月27日)。*Evaluating the Initial Impact of COVID Containment Measures on Activity*.
6. 出所:TGM予測、各国財務省統計を使用(図表3を参照)
7. 出所:ケイス・コリンズ(2020年4月17日)。*Coronavirus Testing Needs to Triple Before the U.S. Can Reopen, Experts Say*.*ニューヨーク・タイムズ*
8. 出所:タイラー・コーエン(2020年4月24日)。*How things are, in a few short words*.*marginalrevolution.com*.から引用
9. 出所:オスカー・ヨルダ、サンジェイ・R・シン、アラン・M・テイラー。2020年。“Longer-Run Economic Consequences of Pandemics,”*サンフランシスコ連邦準備銀行ワーキングペーパー 2020-09*.
10. 出所:アレクサンダー・ビック、アダム・ブランデン(2020年5月11日)。*Real-Time Labor Market Estimates During the 2020 Coronavirus Outbreak*.
11. 出所:ジョナサン・ディンゲル;クリスティーナ・パターソン;ジョセフ・ヴァブラ(2020年4月22日)。*The Childcare Barriers to Putting America Back to Work*.*promarket.org*.から引用
12. 出所:米議会予算局(CBO、2020年4月24日)。*CBO's Current Projections of Output, Employment, and Interest Rates and a Preliminary Look at Federal Deficits for 2020 and 2021*.いかなる推測、予想、予測も実現する保証はありません。
13. 出所:アレクサンダー・W・バルディック;マリアンヌ・バートランド;ゾエ・B・カレン;エドワード・L・グレイザー;マイケル・ルカ;クリストファー・T・スタントン(2020年4月)。*How Are Small Businesses Adjusting to COVID-19? Early Evidence from a Survey*.*NBER Working Paper 26989*.
14. 従業員を雇う予定の実現可能性の高い事業の申請件数を指します。
15. OPECプラスの減産合意でさえビデオ会議で行われました。
16. 出所:サラ・ハンセ(2020年4月14日)。*Work-From-Home Policies Won't End After Coronavirus Is Defeated, Experts Say*.*フォーブス*
17. 出所:アレクサンダー・ビック、アダム・ブランデン(2020年5月11日)。*Real-Time Labor Market Estimates During the 2020 Coronavirus Outbreak*.
18. 出所:米環境保護庁(EPA)。*Sources of Greenhouse Gas Emissions*.*epa.org*.から引用
19. 出所:経済協力開発機構(OECD、2020年4月14日)。*Evaluating the initial impact of COVID-19 containment measures on economic activity*.*oecd.org*.から引用
20. 出所:世界貿易機関(WTO、2020年4月8日)。*Trade set to plunge as COVID-19 pandemic upends global economy*.*wto.org*.から引用
21. 出所:IMF Country Report No. 19/379. 2019 December.
22. 出所:U.S.-China Economic and Security Review Commission (2019年11月)。*2019 Report to Congress*.
23. 出所:オリビア・ビーバーズ(2020年4月5日)。*Momentum grows to change medical supply chain from China*.*The Hill*.
24. 出所:リサ・デュー(2020年4月6日)。*Half the U.S. Supply of Trump-Touted Virus Drug Now Cut Off*.*Bloomberg.com*.から引用
25. 出所:デビッド・ワッサーマン(2017年3月8日)。*Purple America Has All But Disappeared*.*fivethirtyeight.com*.から引用
26. 出所:ハント・アルコット;レヴィ・ボクセル;ヤコブ・C・コンウェイ;マシュー・ゲンツコウ;マイケル・サラ;デビッド・Y・ヤン(2020年4月)。*Polarization and Public Health: Partisan Differences in Social Distancing during the Coronavirus Pandemic*.*NBER Working Paper 26946*.
27. 出所:マックス・フィッシャー、エマ・ブボラ(2020年3月16日)。*As coronavirus deepens inequality, inequality worsens its spread*.*ニューヨーク・タイムズ*.
28. 出所:リリー・カツ(2020年3月13日)。*Here's Who Is Working from Home Amid the Coronavirus Outbreak*.*redfin.com*.から引用
29. 出所:ダニ・ロドリック(2020年4月6日)。*Will COVID 19 Remake the World?**project-syndicate.org*.から引用
30. 出所:国際通貨基金(IMF)。*Policy Responses to COVID-19*.*imf.org*.から引用
31. 出所:The UN Refugee Agency.*Refugees and Asylum Seekers in Turkey*.*unhcr.org*.から引用
32. 出所:同書;欧州議会(2020年3月9日)EU-Turkey relations in light of the Syrian conflict and refugee crisis.*europarl.europa.eu*.から引用
33. 出所:“Price, Income, and Monetary Changes in Three Wartime Periods:ミルトン・フリードマン,”*The American Economic Review*, Vol. 42, No. 2 (May 1952).
<https://www.nber.org/chapters/c11389.pdf>
34. 出所:Federal Reserve History(2013年11月22日)。*Federal Reserve's Role During WWII*.*federalreservehistory.org*から引用。軍事費は戦前の数億米ドル/年から、1943年には850億米ドル(GDPの42%)、1944年には910億米ドル(GDPの41%)まで増加しました。
35. 出所:オスカー・ヨルダ、サンジェイ・R・シン、アラン・M・テイラー。2020年。“Longer-Run Economic Consequences of Pandemics,”*サンフランシスコ連邦準備銀行ワーキングペーパー 2020-09*.
36. 出所:ベン・S・バーナンキ(2016年4月11日)。*What tools does the Fed have left? Part 3: Helicopter Money*.*brookings.edu*.から引用
37. 2020年7月-2021年6月まで続く計画
38. 出所:ギグリアーノ、フェルディナンド、マストロブオニ(2016年3月18日)。*ピーター・プラートとのインタビュー*、Member of the Executive Board of the ECB.
La Repubblica.*ecb.europa.eu*.から引用
39. 出所:Centre for Research on Energy and Clean Air (CREA);ローリ・ミリビルタ(2020年2月19日)。*Analysis: Coronavirus temporarily reduced China's CO2 emissions by a quarter*.
carbonbrief.org.から引用
40. 出所:ビクター・マレー(2020年4月8日)。*EU carbon emissions tumble during lockdowns*.*フィナンシャル・タイムズ*.

Notes

重要事項

当資料は一般的な情報提供のみを目的としたものであり、個別の投資助言または証券の売買、保有、または投資戦略の採用に関する推奨や勧誘を行うものではありません。また法律上、税務上の助言を行うものではありません。

当資料のなかで示された見解ならびにコメント、意見、分析は、当資料作成時点のものであり、事前通知なしに変更される可能性があります。当資料で提供された情報は、すべての国、地域、市場に関するすべての重大な事実に関する完全な分析を目的とするものではありません。

当資料の作成には、第三者を情報源とするデータが使用されている可能性があります。フランクリン・テンプレトン(「FT」)は当該データに関して独立した照合、検証、監査は行っていません。FTは、本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても一切、責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠については、利用者ご自身でご判断ください。

金融商品、サービス、情報はすべての管轄区域で入手可能なわけではなく、米国以外では、他のFT関連会社および/または現地法および規則が承認するその販売会社によって提供されます。個別の管轄区域における金融商品およびサービスの提供に関する詳細な情報については、専門家の助言を受けることをお勧めします。

詳細につきましてはwww.franklinresources.comをご覧ください。

<当資料のお取り扱いにおけるご注意>

- 当資料は、情報提供を目的として、フランクリン・テンプレトン(フランクリン・テンプレトン・リソース・インクとその傘下の関連会社を含みます。)の資料をもとに、フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社が翻訳した資料であり、特定の金融商品取引の勧誘を目的とするものではありません。
- 投資信託は値動きのある有価証券(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、元本は保証されているものではありません。
- 投資信託は預貯金ではありません。したがって、元本は保証されておらず、投資した資産の減少を含むリスクがあることをご理解の上、お申込み下さい。
- 投資信託は預金等や保険契約と異なり、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じてご購入頂いた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 当資料は各種の信頼できると考えられる情報源を元に作成されていますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料中、記載されている内容・数値・図表・意見・予測等は、本資料作成時点のものであり、将来の市場動向、運用成果等を示唆・保証するものではなく、また今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・テンプレトン・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391号

加入協会 / 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会



FRANKLIN
TEMPLETON