

パラダイムシフトの下 流動性はなお続く

執筆者



Robert M. Almeida

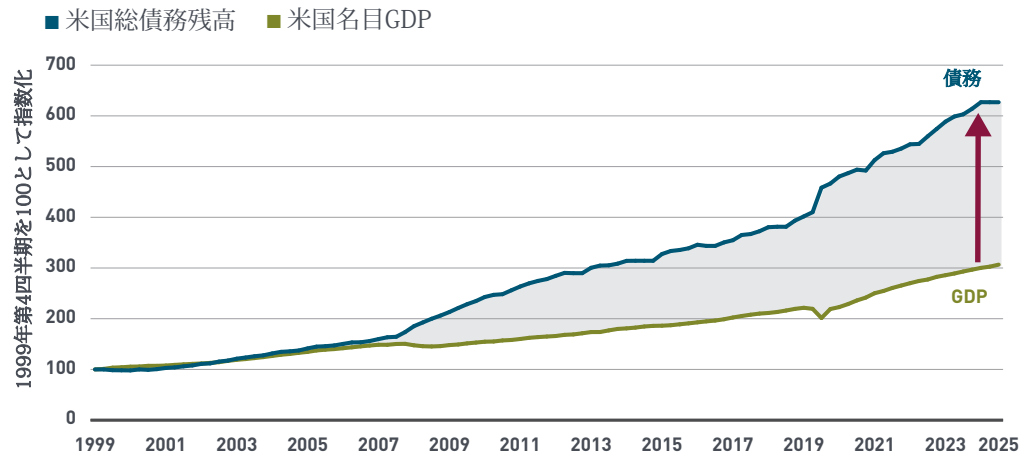
ポートフォリオ・マネジャー兼
グローバル・インベストメント・
ストラテジスト

概要

- 歴史を振り返ると、一度放出された流動性は回収が困難であることがわかります。
- 金融工学に代わって有形固定資産への投資が新たなパラダイムとして台頭しつつあります。
- この新たな環境下、利益プールの創造的破壊がアクティブ・マネジャーに有利に働く可能性があります。

米国の債務超過は広く知られた事実ですが、それが将来の経済成長に与える潜在的な悪影響については十分に認識されていないかもしれません。図表1は、過去数十年にわたる米国の総債務残高と経済規模（GDP）を比較したものです。予想に違わず、2008年の世界金融危機以降、両者の違いが顕著になっています。

図表1：世界金融危機以降、米国の対GDP債務残高が急増



出所：Bloomberg。1999年12月31日から2025年6月30日（直近データ）までの四半期データ。1999年12月31日を基準に指数化。

米国のこうした状況は目新しいことではありません。過去の歴史から今後の展開について推測することができますが、この不均衡を是正するために流動性が引き締められることを期待している投資家は失望するかもしれません。そこで、別のシナリオを提示したいと思います。コストは伴うものの、最近投資家の間に広まりつつある「運用アドバイスに対する対価」に対する考え方を覆す可能性のあるものです。



政府はしばしば貨幣の価値を切り下げてきた

何世紀にもわたり、各国政府は様々な施策の資金調達のためにマネーサプライを増加させてきました。これにはさまざまな手法があり、ときに経済全体や金融市場に影響を及ぼしてきました。数百年ある事例の中でもよく知られているのが、古代ローマと16世紀イングランドの例です。

紀元前200年頃から西暦265年にかけて、ローマ帝国は戦争資金の調達のために、デナリウス銀貨の銀含有量を100%から1%にまで減らしました。この政策はハイパーインフレを引き起こし、ひいてはローマ帝国の衰退につながりました。

その数世紀後、16世紀のイングランドでは、ヘンリー8世が戦争費用を賄うために、金貨や銀貨の貴金属含有量を減らすよう命じました。1540年代に始まった「大悪改鋳」と呼ばれる政策で、貴金属はより安価な銅に置き換えられていきました。その結果、深刻なインフレが発生し、イングランドの国際貿易における信用は損なわれ、経済は長年にわたり混乱しました。

2008年以降、米国政府は従来とは異なる方法で貨幣を供給してきました。量的緩和です。政策金利を5000年ぶりの超低水準へ引き下げても経済を刺激するには不十分だったため、米連邦準備制度理事会（FRB）は市場から国債やモーゲージ担保証券を大量に買い入れました。これら資産の購入に充てるため、FRBは準備金を創出し、それによってマネーサプライを増加させました。

しかし、図表1に示したGDPの推移からも分かるように、量的緩和は必ずしも経済成長やインフレにつながるものではありません。貨幣の価値が切り下げられた場合、それが銀の含有量を引き下げることであったとしても、経済生産性のために使われない銀行準備金を創出することであっても、債務超過につながります。

これは重要な問題です。なぜならば、FRBは、超過債務を支えようにも、マネーサプライを大幅に引き締めることができないためです。マネーサプライは、一般的に信じられているように、GDPではなく債務残高に対して十分な量が必要です。経済がこの債務を返済できる水準に成長するまでは、債務危機に陥るのを回避するため、過剰流動性は今後も継続する可能性が高いといえます。

今後予想されるシナリオと、そのシナリオがもたらしうる変化

貨幣を作り出すのはカエサルや国王、中央銀行だけではありません。部分準備銀行制度により、民間銀行も貨幣を創出することが可能です。現代においては、金融危機が発生するまでの間、ほとんどの貨幣は民間銀行によって作り出されてきました。その仕組みについて改めて確認すると、以下の通りです。

銀行は預金の一部を貸し出す際、ローン契約を締結し、約束手形を振り出します。その後買掛金が支払われることで、貨幣が創出されます。

例えば100米ドルを借り入れる際、顧客はローン契約書と約束手形に署名し、返済を約束します。銀行の資産は約束手形の形で100米ドル増加し、未払金として負債も100米ドル増加します。銀行は借手の口座にこの100米ドルの融資額を入金することによりその債務を履行し、実質的に新たな預金が増えます。約束手形は銀行の資産として残り、負債は100米ドルの預金に置き換えられます。この預金が、これまで存在しなかった新たな貨幣として流通します。

このシステムは、銀行が収益を創出しつつ経済成長を促進することを可能にするという意味で、近代経済において極めて重要な役割を果たしてきました。ただし、この仕組みは、2008年の金融危機後の最も必要とされた時期には失速しました。米国の量的緩和プログラムは「経済成長の呼び水」として設計されていましたが、その流動性は企業の自社株買いや増配、M&Aといった形で金融資産価格を押し上げる結果となり、意図した成果は得られませんでした。



しかし2022年以降、新たな貨幣の一部はこの民間セクターの仕組みを通じて生み出され、サプライチェーンの再編やデジタル経済、特に人工知能（AI）関連のインフラ投資資金に利用されています。これらの投資は潜在的な経済的有用性を持つ事業で、2009年から2021年にかけて見られた、主に金融資産オーナーの懐を豊かにした預金者から借手への富の移転とは対照的です。

状況は変わり得るものの、今後の経済成長は2010年代の停滞期を上回ると予想しています。ただし、その経済成長により、インフレ率や長期借入コストは現在の水準で高止まりする可能性が高いと考えられます。

実質成長率によっては米国の過剰債務が維持される可能性が高く、その場合、今後の経済または市場のストレス時に当局が金融緩和を行うことははるかに難しくなります。

結論

政府が供給した流動性は、過去も現在も、経済における特徴として持続しています。歴史が示すように、一度増大した流動性を引き締めることは困難です。なぜならば、政府は歳出削減によって国民を失望させたくないからです。緊縮財政が行われない限り、過剰な債務負担を支えるために、中央銀行は巨大なバランスシートを維持することになります。

流動性はおそらく今後も高い水準が続くと考えられる一方で、新たな資本サイクルも誕生しています。有形固定資産投資の増加です。短命に終わったり、債務負担の軽減には至らない可能性もありますが、起業家や投資家は今後、2010年代とは大きく異なる3つの重要な変化に直面すると考えます。

1. FRBが短期金利を引き下げたとしても、新たな経済活動により、長期の借入コストは現行水準近辺で固定される可能性が高いと考えます。具体的には、10年国債利回りが大幅に低下することは考えにくく、むしろ上昇する可能性もあります。
2. 企業経営コストは現在かなり高い水準にあり、今後も高止まりする見込みです。資本コストだけではなく、モノの価格も政策変更や経済活動の影響で2010年代より高騰しています。同時に、テクノロジーの発展に伴いさまざまな業界で競争が激化しており、既存企業は製品のイノベーションや顧客エンゲージメントの向上に多額の投資を強いられています。
3. 上記1と2の要因が組み合わさることで、利益の創出は今後より困難となり、セクターや産業内で利益格差が拡大すると考えられます。顧客のニーズが高く、原材料費の上昇を価格に転嫁できる商品やサービスを有する企業は、好調を維持できるでしょう。ただし、そうでない企業は、特に人為的な低金利や安価な労働力という経済の安全網がなければ、足元で期待されている利益水準に達できず、失望を招く結果となるでしょう。

こうした要因を総合すると、新たなパラダイムが到来し、個別銘柄選択の重要性が再び増すものと考えられます。▲

MSCI EAFE（欧州、オーストララシア、極東）Index（配当込み）は、米国とカナダを除く先進国市場の株式市場パフォーマンスを測定するために設計された、時価総額加重型指数です。

Standard & Poor's 500 Stock Indexは、広範な米国株式市場のパフォーマンスを測定することを目的とした、500銘柄で構成される時価総額加重型指数です。

インデックスデータ出所：MSCI。MSCIは、当レポートに含まれるMSCIデータに関して、明示または非明示を問わずいかなる保証も行っておらず、責任を一切負わないものとします。MSCIデータは、他の指数や有価証券、金融商品のために再利用することは出来ません。当レポートはMSCIによって承認、審査または作成されたものではありません。

「Standard & Poor's®」およびS&P「S&P®」はStandard & Poor's Financial Services LLC（以下、「S&P」といいます）の登録商標であり、Dow JonesはDow Jones Trademark Holdings LLC（以下、「Dow Jones」といいます）の登録商標です。S&P Dow Jones Indices LLCはこれら登録商標の使用許諾を受け、MFSは特定の目的のためにサブライセンスを受けています。S&P 500®はS&P Dow Jones Indices LLCの商品であり、MFSはこの使用許諾を受けています。MFSの商品は、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、またはそれぞれの関連会社によって出資、保証、販売、または販売促進されておらず、また、S&P Dow Jones Indices LLC、Dow Jones、S&P、それぞれの関連会社は、かかる商品への投資の妥当性についていかなる表明も行っていない。

当レポートの中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS® およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312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