

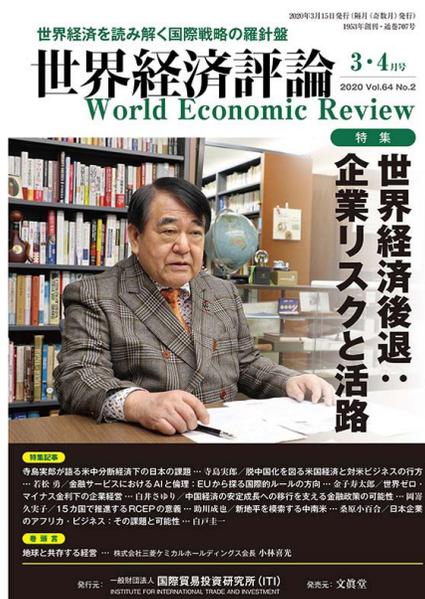
Back Number

本論文は

世界経済評論 2020年3/4月号

(2020年3月発行)

掲載の記事です



世界経済評論

定期購読のご案内

年間購読料

1,320円×6冊=7,920円

6,600円

税込

17%

送料無料

OFF

富士山マガジンサービス限定特典

※通巻682号以降

定期購読
期間中

デジタル版バックナンバー読み放題!!



世界経済評論 定期購読



☎0120-223-223

[24時間・年中無休]

お支払い方法

Webでお申込みの場合はクレジットカード・銀行振込・コンビニ払いからお選びいただけます。
お電話でお申込みの場合は銀行振込・コンビニ払いのみとなります。

Fujisan.co.jp
雑誌のオンライン書店

世界ゼロ・マイナス金利下の 企業経営



慶應義塾大学総合政策学部教授 白井 さゆり

しらい さゆり コロンビア大学経済学部大学院・Ph.D. 取得。国際通貨基金 (IMF) エコノミストを経て、2016年9月より現職。2011-16年日本銀行の政策委員会・審議委員に就任。新著に『仮想通貨時代を生き抜くための「お金」の教科書』(小学館、2019)。

本稿では、最近の米中貿易摩擦を主因に世界経済が減速する中で、非伝統的な金融政策の正常化を積極的に押し進めてきた米国が2019年から再び金融緩和に転じた背景に注目する。欧州ユーロ圏も2018年末に資産買い入れを停止し2019年に最初の利上げを視野に入れていたが、断念し利下げと資産買い入れを再開している。大規模な金融緩和を長く継続する日本では追加緩和はしていないが、多くの新興諸国では米欧に追随し積極的な利下げに踏み切っている。非伝統的な金融政策の影響が色濃く残る中で世界が再び金融緩和へと舵を切ったことで、短期も長期も金利が一段と下押しされている。とりわけ、マイナス金利政策を採用した日本とユーロ圏のドイツなどコア国では国債利回りがマイナス圏内で推移する状態が長期化している。超低金利な環境が常態化する中で、企業にとって資金調達コストが低下しているため積極的なビジネス展開をする機会が到来しているが、その一方で、不採算企業を温存させて企業の新陳代謝を遅らせる副作用をもたらしている。また、過剰なリスクを誘発して一部ではバブルの兆しもみられる。企業経営者は企業の長期的価値を高めるためのビジネス戦略をきちんと策定したうえで必要な企業買収や設備投資あるいは自社株買いなどを進めていくことが重要である。最後に、金融緩和の効果が減衰し追加緩和手段が乏しくなる中で弱まる企業活動を補完すべく財政拡大を求める声が高まっており、現代貨幣論 (MMT) などの内容についても簡単に紹介する。

I 最近の世界経済情勢

世界経済が2018年後半から減速する中で、2019年から金融緩和に踏み切る中央銀行が増えている。景気減速のきっかけは2018年夏から米国が中国に対して知的財産権侵害を根拠に追加関税を適用し、それに対抗して中国が報復関税を適用し、それに反発した米国が新たな品目に追加関税を適用するという関税引き上げ競

争が起きたことにある。米国による追加関税は、2018年の貿易額で見ると、米国は中国からの年間輸入総額5200億ドル相当に対して、その7割程度(3600億ドル)に15~25%の追加関税を適用した。一方、中国は米国からの年間輸入額1200億ドルの9割程度(1100億ドル)に5~25%を適用した。

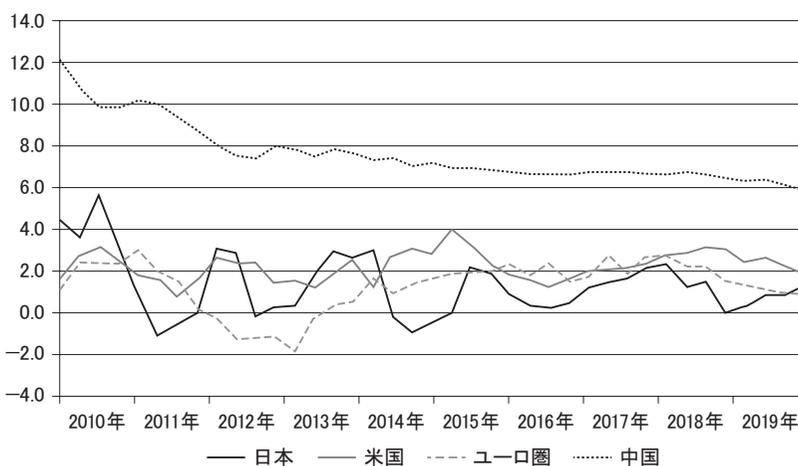
中国では2017年末から企業債務改革の一環として金融規制が比較的緩いシャドーバンキングの貸出抑制を始めたうえに、燃費の良い小型

乗用車に対する減税も終了させたことで景気が傾き始めていた。そこに、米中貿易摩擦によって製造業の生産活動が停滞し、堅調だった消費も減速したために、景気減速ペースが強まった。この結果、中国の世界からの輸入が大きく減少し、世界に向けた中国の輸出の減少分を大幅に上回ったため、中国に付加価値の高い機械類や部品・中間財を輸出するアジア地域も経済が減速することになった。とくに中国の輸入の低迷による打撃が大きい国が、韓国、台湾、日本、シンガポールである。他のアジアや欧州の輸出国や資源国の経済も下押ししているが、中国から米国への輸出サプライチェーンに深く組み込まれた諸国の製造業の低迷が著しい。

一方、米国については2017年末の法人税減税を中心とする税制改革により2018年は3%近くの強い経済成長を実現したが、2019年第2四半期(4-6月)頃から経済は減速している。設備投資や輸出入を中心に減速しているが、全体としてまだ大きな減速懸念が聞かれないのは、政府支出が昨年よりも増えて財政拡大が続いていることに加え、個人消費が堅調なことに

ある。追加関税によって関連銘柄の輸入物価は上昇しているが、米国・連邦準備制度理事会(FRB)が金融政策判断で重視している「個人消費支出(PCE)」物価指数の同年同月比の動きをみると、直近で1.5%、変動の大きいエネルギーや食品を除いた「コア指数」では1.6%と強く上昇する勢いはない。追加関税が現時点では物価全体を押し上げるほどの影響がみられていないのは、企業が輸入物価上昇分の一部を企業利益の圧縮によって最終販売価格として転嫁するのを抑えていることや2019年9月以前の追加関税対象品目の大半が資本財であったことなどが理由として考えられる。ただし、2019年9月に中国からの輸入額1100億ドルに対して新たに15%の追加関税を適用したことで、その適用品目の多くが衣類・履物など消費財であったことから、これらの品目の消費が減速し始めている。12月15日に予定される残る中国からの輸入額1600億ドル相当に対しても15%の追加関税を適用されるとなれば、その適用品目の多くがパソコン、携帯電話、おもちゃなどの消費財なので、米国の消費者の負

図1 主要経済の実質GDP成長率(対前年同期比、%)



出所：ブルムバーグをもとに筆者作成

担感が確実に高まっていくとみられた。米国の個人消費が現在まで堅調なのは、雇用回復が続いており人手不足が顕在化しつつあることや名目賃金が3%程度のペースで上昇していることに加え、2017年末に導入した個人所得税の減税などの影響もあるようだ。このため、米国経済は、中国、日本、欧州ほどの経済の減速感はない（図1を参照）。

しかし、トランプ大統領の経済政策は頻繁に変更がなされており一貫性もないため米国および世界の企業の経営に大きな不確実性をもたらしている。米国および世界で設備投資が減速しているのはこうした不確実性の高まりによって将来計画が立てにくくなっていることが原因である。なお、中国から米国に直接輸出すれば追加関税がかかるためそれを回避しようとベトナム、台湾、タイなどでは中国から生産拠点を移した企業が米国への輸出を増やしているが、中国の輸出減少を補いきれないため、世界経済の減速につながっている。そうした中、2020年11月の大統領選挙での再選を目指すトランプ大統領は消費が減速するのを恐れて、昨年12月に第1段階の米中貿易合意に達したと発表し、中国による大量の米国産農産物の買入れと引き換えに、9月に実施済みの追加関税を半減させ、12月15日に予定されていた追加関税の先送りを決めている。

II 金融緩和によって実現した超低利な環境

世界経済が減速する中で金融政策の正常化を推し進めてきた米国であるが、2018年秋以降に景気後退懸念から長期金利が大きく低下し、株価も不安定になった。そこで、米国連邦準備

理事会（FRB）は2019年入り後、それまでの金融政策の正常化方針を一転させた。まずは資産縮小計画に沿って2019年末頃まで資産保有額を減らし続ける予定であったが、同年7月末で予定よりも早く切り上げている。さらに、7月末には2008年以来の最初の利下げに踏み切り、その後は、9月、10月と25ベースポイントずつ利下げを実施した。すなわち、フェデラルファンドレート（翌日物の無担保の銀行間貸借金利）について誘導目標を利下げ前の2.25-2.5%から25ベースポイントずつ引き下げたため12月初め現在1.5-1.75%となった。さらに2019年9月中旬になると銀行間市場で資金不足が生じフェデラルファンドレートや国債などを担保にして資金を調達するレポ・レートが急騰した。この金利上昇を抑えようと、FRBはしばらくの間翌日物の短期的な大量の資金供給を繰り返していたが、同年10月に入ると本格的に資金供給を開始した。すなわち、短期国債の定期的な買入れを実施することで継続的に銀行間市場に資金供給を実施することにし、しばらくの間毎月600億ドル規模での短期国債買入れを開始し、少なくとも2020年第2四半期（4-6月）まで続けると発表した。これによりFRBの資産残高は再び比較的早いペースで拡大することになった。しかし、ジェローム・パウエル議長はこの処置は「量的緩和」つまり大量の資産買入れによる金融緩和ではないと強調し、あくまでも銀行間市場の資金不足によって銀行間の資金調達金利が上昇することで金融政策の効果的な運営が阻害されるのを防ぐための「技術的な対応」だと説明している。しかし、FRBが再びバランスシートを拡大させており、銀行間市場に出回る資金量を増やしている事実には変わりはない。

欧州中央銀行（ECB）についても金融緩和の再開へ踏み切っている。2018年末に資産買い入れをようやく完了させ、一旦は2019年秋に最初の利上げを目指していた。しかし、その方向を2019年入り後に大きく変更することを余儀なくされた。理由は、ドイツを中心とするコア国の経済減速ペースが大きくなったことに加え、インフレについても「2%未満、2%近傍」と定義する物価安定目標を下回る状態が長期化していることへの懸念がある。そこで、2019年3月に同年9月より開始する計画のもとで、低金利での長期間条件付きで貸出する制度を四半期ごとに1回（合計7回）復活させることを決めている。後日決まった詳細によれば7回のうちいつ始めても3年間の融資期間とし（早期償還は可能）、ECBから借り入れる金利は民間セクターへの貸出実績に応じて決めるとした。この結果、積極的に民間貸出をした金融機関に対しては、最優遇金利である預金ファシリティ金利（後述）を適用し、これは2019年12月初め現在-0.5%である。ECBからマイナス金利で借り入れるということは、ECBが融資した金融機関に逆に利息を支払うことになるので、金融機関は極めて安く資金調達ができることになり、より安く家計・企業への融資に回すことができる。しかも、2019年9月にはこの預金ファシリティ金利を-0.4%から-0.5%へ引き下げたため、金融機関にとっては良好な資金調達環境となっている。しかも同年11月からECBは毎月200億ユーロの資産買い入れを再開すると発表した。これにより、FRBほどではないがECBも積極的に資産残高を増やしていくことになった。

なお、日本銀行は追加緩和はしていないが、国債とJ-REIT（不動産投信）の買い入れについ

ては年間買い入れ額を減らしながらも保有残高は増やし続けている。ETF（株式上場投信）については年間6兆円前後の買い入れを続けている。マイナス金利（-0.1%）と10年国債利回り（0%程度）とする「長短金利操作」も続けている。必要があればマイナス金利をさらに引き下げたり、10年国債利回りも引き下げをする用意があるとの意図も表明している。

米国と欧州の主要中央銀行が再び金融緩和に転じる中で、多くの中央銀行も新興国を中心に利下げが可能となり、景気減速への対応に努めている。その結果、政策金利が史上最低水準に達した中央銀行もいくつか出現した。例えば、オーストラリアでは0.75%、韓国とタイでは1.25%、ニュージーランドは1%、ポーランドでは1.5%までそれぞれ最低水準まで引き下げている。これらの諸国の景気減速が今後も続いていく場合、こうした中央銀行がさらに政策金利の引き下げで対応しようとするれば、政策金利はやがてゼロ%近くに到達することになる。この場合、日米欧の中央銀行が直面したように、これらの中央銀行もマイナス金利政策を導入するのか、国債などの大量の金融資産買い入れによる量的緩和を実施するのか、あるいはその両方をとるのかなど非伝統的な金融緩和政策を検討していかざるをえなくなる。量的緩和は米国、英国、日本、欧州、スウェーデンなどが導入したが、マイナス金利はユーロ圏、スイス、スウェーデン、日本などが導入した（この内、スウェーデンは昨年12月に利上げによりマイナス金利の解除に踏み切っている）。

世界金融危機以降に日米欧の中央銀行が、こうした非伝統的な金融政策を導入したことで、世界全体の金利水準も大きく下押しする状況をもたらしている。そこに、2019年以降の米国

とユーロ圏の金融緩和への転換がさらに世界の金利の下押し圧力を高めている。米国では金利はプラスの領域にあるものの短期（1年以内）も長期（1年以上）もかなり低い水準に留まっている。日本と欧州では、短期だけでなく10年といった長期金利までがマイナス領域に沈んでいる。他の中央銀行もこうした政策を導入するとなれば、世界の金融緩和環境は一段と拍車がかかり、世界は未踏の領域へとさらに踏み出していくことになる。そうした金融政策が日本のように正常化する目途が立たずに長期化してしまうと、非常に低い金利や利回りがマイナスの領域で推移する状態が当たり前になってしまう。

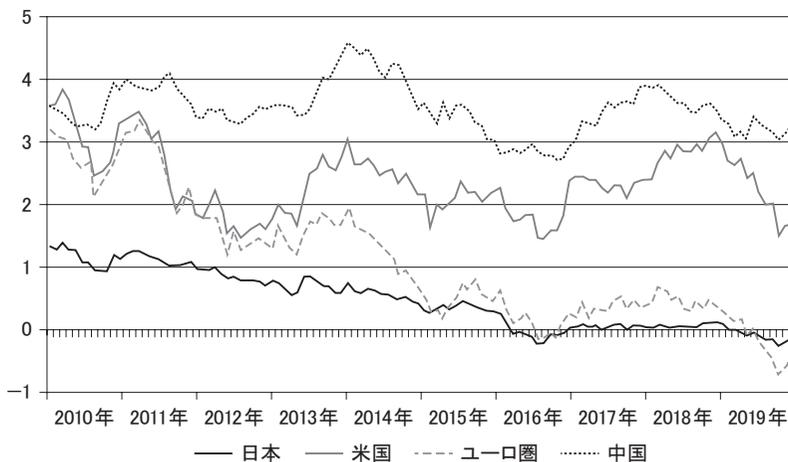
Ⅲ マイナスの領域に落ち込む 国債利回り

ここで長期金利がマイナスということの意味について振り返っておきたい。それは、国債の利回りがマイナスというのと同じことである。まず国債の利回り（クーポンレ

ト）とは全く別のことを指していることを確認しておきたい。国債を発行するときは予め表面利率が定められおり、これと元本から定期的に支払う利息が定まる。利息は通常はプラスであるが、稀にゼロということもあるため、少なくとも表面利率はゼロ%以上を維持していると言える。金利が低下する環境で表面利率も低下しているが、利息がマイナスになることはまずほとんどない。現在、日本やドイツの国債は超低金利のもとで10年までの表面利率は0%となっており利息は全く得られないが、償還期限が10年を超えると表面金利は幾分プラスとなっている。他国ではすべてプラスとなっている国が多い。つまり、表面利率はゼロ%以上だが、利回りがマイナスという状態が2019年になって日本や欧州で常態化しているのである（図2）。

つぎに、利回りがマイナスであるということは、国債をこれから市場で買おうと考えている投資家の立場からみると、額面よりも高い価格で買い入れなければならないことになる。単純化すれば、利回りとは、国債保有から得られる

図2 日本、米国、ドイツの10年物国債利回り (%)



出所：ブルムバーグをもとに筆者作成

利息および額面と取得価格の差を合計したものを取得価格で割った比率である。つまり、償還期限が来るまで国債を持ち続けると、投資家は取得額が額面を上回るキャピタルロスに直面してしまう。これを避けるために、取得価格よりも一段と利回りが下がって高くなった段階で売却できればよいのだが、利回りがマイナスの状態が続いているとそうしたチャンスをつかむのはなかなか難しい。国債価格が上昇すればするほど投資家のキャピタルロスが大きくなるし、国債の利回りは低下していくことになる。

したがって日本やドイツのように価格が高騰している国債を買い入れるのは、一般の投資家ではないことは明らかであろう。日本の場合、国債価格が割高になっているのに国債を買い入れるのは金融機関であり、主に次の4つの目的があると考えられている。それらは、第一に、大量の国債買い入れを実施している日本銀行に対して取得価格よりも高い価格で買い入れてもらうことを前提にして買い入れていることが挙げられる。第二に、生命保険会社や年金基金など、給付金など長期的な性質の負債が多くあるため、その負債の満期に近づけるために償還期限の長い国債の買い入れが必要なことが指摘できる。第三に、預金に比べて資金需要が少ない銀行などが預貸率の差を埋めるために金融資産の一部として国債買い入れが必要なこと、そして最後に、海外に投資するのにドルが必要な日本の金融機関からドルをもつ米国系金融機関などがドルとのスワップできわめて有利な条件で円を安く調達し、その円資金をつかって国債を買い入れていることにある。こうした外資系金融機関はマイナスの国債利回りでも十分利益が得られるので、ここ数年、長期（10年程度）や超長期（20年、30年など）の国債保有が増

えている。

一方、このような国債市場は、国債を発行する政府からみれば、表面利率が下がって利払い費が節約できるうえに、額面より割高な価格で発行できるので、かなり安く資金調達ができていることになる。また、社債は国債利回りに各発行企業の格付けなど信用力（返済能力）の違いが上乘せされているが、国債価格の高騰によりそうした社債価格もかなり上昇し、利回りがかなり下がっている。一部の銘柄については（表面利率はゼロ%以上であるものの）マイナスの利回りで発行される社債もみられる。企業が銀行などから借り入れる場合も、国債利回りの低下に合わせて貸出金利がかなり低下している。住宅ローンも固定金利の場合、10年物の国債利回りに連動していることが多く、金利はかなり低くなっている。現在の金融環境は、政府、企業、個人の債務者にとってかなり有利な資金調達環境となっているのだ。

既に見てきたように、国債利回りがマイナスあるいはかなり低いプラスの領域にあるということは、国債価格が高騰するいわば「バブル」となっている可能性が高い。通常、国債の利回りは、長期のインフレ予想、潜在成長率、リスクプレミアムなどを足し合わせたものにほぼ等しいと考えられている。この内、インフレ予想と潜在成長率は国や測り方によって違いはあるが、日米欧ともにプラスであるものの低下しており、国債利回りの低迷に寄与している。しかし、より重要な点は、利回りがマイナスで推移しているということは、リスクプレミアムがマイナスになっているということにある。国債のリスクプレミアムとは、償還期限の短い国債を保有するのと比べて、期間の長い国債を保有することに伴うリスクに対する補償に相当する部

分を指している。ここにはインフレリスクや流動性リスク（売却の容易さなど）などのほか、需給環境にもとづく国債の希少性プレミアムも影響している。日米欧ではインフレ率の水準に各国差はあるがいずれもインフレ上昇圧力が乏しく、インフレが加速して不安定になるリスクが低くなっていることからインフレリスクが低下していると思われる。さらに、国債の需給が引き締まっていることが希少性プレミアムを高め、利回りをマイナスに押し下げる要因となっている。日米欧の中央銀行による国債買い入れが国債の希少性を高めた主な原因であるが、その他に投資家がリスク回避的になると株式などリスク資産から安全資産とみなされる国債へと需要を高める傾向があることや新興国の中央銀行が安全な米欧の国債需要を高めていることも影響しているようだ。

なお先進国の国債が安全資産とみなされるのは利息や元本が払えなくて債務不履行となる可能性がきわめて低く、信用リスクが低いからである。経済規模からみて増税の余地があることや自国通貨建てで国債を発行できるということが大きい。このため、世界の中央銀行が外貨準備資産として保有する資産として、いつでも換金しやすく市場に厚みのあるこうした国債を多く持つ傾向が続いている。とくに最近では米中貿易摩擦などによって世界経済の先行きに対する懸念が高まる中で、世界の投資家や新興国の中央銀行による米国国債に対する需要が高まっている。日本の場合は、日本銀行の大量国債買い入れによって国債発行残高の半分ほどを保有しているため、希少性プレミアムが高まっていると言える。日本銀行が買い占める分だけ金融機関など市中で保有される国債の割合が大きく減っている。日本銀行が2019年9月から「長

短金利操作」を導入し国債の10年物利回りを0%程度に誘導するようにしてからは、国債価格が下落しても日本銀行が国債買い入れ額を増やすことで金利上昇が抑えられるため、日本国債への投資にともなうリスクはかなり低下していると言えよう。そのため、安心して国債投資を行う国内外の投資家がいるということになる。

IV ゼロ・マイナス金利下における企業経営

以上みてきたように、世界的に金利が短期も長期も低下し、日欧のようにマイナスの領域で推移している国も多い中で、企業にとっては借り入れや社債発行などがかなり有利に行える環境にある。このため、資本と債務の構成比率について債務の割合を増やし収益性のある投資をすることで、キャッシュフローを増やしていくことも可能だ。日本のように少子高齢化が進みモノやサービスの販売市場が将来的に大きく拡大すると見込めない国では、企業は生産性を改善し、市場占有率を高めるためのビジネス戦略の一環として今から手をうって、国内外の企業の買収を積極的に実施するのにも良い機会である。また、世界的に消費のパターンが小売店を中心とする販売から電子商取引を中心とする販売へと構造が変化していく中で、物流ネットワークを再構築するための設備投資も必要である。人手不足や地球温暖化対策のための省エネ・省力化のための設備投資も今から行い、さらにペーパーレス化により生産性を引き上げ、ビッグデータやAIを活用した顧客開拓や顧客向けサービスのためのソフトウェアを含むIT関連の設備投資なども実施していくのに適した

金融環境でもある。企業経営者は将来を見据えて利益を安定的に実現できるように企業価値を長期的に高めていく明確な戦略を掲げつつ、将来のための投資を行うことが重要である。

さらに、自社の株価がかなり割安で推移している場合、内部留保を使ったり、新たな借り入れによって、自社株買いをすることも検討に値すると思われる。例えば、株価純資産倍率（PBR）が1倍を下回っており、自社株の時価総額が純資産（清算価値）を下回る適切ではない状態が続いていたり、あるいは株価収益率（PER）が過去平均あるいは業界平均と比べて低迷し続けている企業の場合、割安な自社株の価格を是正して株主還元をする目的で、自社株買いをすることは理にかなっている。株主に還元するだけでなく、社員の所定内給与やボーナスなどの引上げによって従業員に還元することも重要である。とくに、消費に安定的に寄与するのは恒常所得の拡大であるため、支給額が企業収益に連動して変動するボーナスよりも所定内給与を増やしていくことが社員への還元として適切である。

また、不動産開発や不動産投資も世界的に旺盛であるが、これも低金利によるところが大きい（白井 2017）。日本でも中核都市における都市再開発、東京や大阪でのオフィスビル・ホテル・ショッピングセンターの建設、首都圏では都心を中心にタワーマンションの建設が活発に行われている。ただし日本を含め多くの国で不動産価格は上昇傾向にあり、一部の地域ではバブル的な価格上昇が起きていることには注意が必要であろう。日本のように人口が減少し数年後には世帯数も減少に転じることが予想され、しかも経済成長率がきわめて緩慢な国では（過去6年間で平均1.1%程度、2018年は0.3%）、

過剰供給に陥らないような不動産投資が必要であろう。

一方、低金利は債務者にとって朗報ではあるものの、企業・家計の債務残高は低金利環境の下で世界的に拡大しており、国際通貨基金（IMF）はその拡大傾向に警告を発している点を念頭においておくべきであろう。今後、景気後退に陥ったり、金利が急速に上昇に転じるような局面で債務が返済できない企業・家計が続出すると債務問題が顕在化し景気後退をさらに深めたり、銀行危機が発生するリスクがあるからだ。しかも、世界的な国債利回りの低迷の一因として金融緩和によるものだけではなく、経済成長の減速見通しが織り込まれている可能性もあり、それが正しいとすれば、金利が低下しているからといって企業は過度なリスクをとって債務の急増に走らず明確な長期企業戦略のもとで企業経営をしていくことが重要である。

とりわけ企業債務の拡大については急速なペースで増加する中国（2017年で160%近く）に対する世界的な懸念が高まっており、2017年末から習近平国家主席のもとでシャドーバンキングに対する規制強化が図られてきたが、企業債務は高止まりしている。世界が懸念するもうひとつの国が米国で、企業債務の名目GDP比率は75%程度と他国と比べてさほど高くないが、信用力の低い企業向け債務が増えていることが問題視されている。第一に、レバレッジドローンと呼ばれる社債の格付けがトリプルB（BBB）未満の非投資適格格付けの企業への貸出が増加しているのである。こうしたローンは世界金融危機後の規制強化の下で第一抵当権など債務返済の優先順位が高いものが多かったのだが、近年、そうした基準が緩和されたローンが増えている。残高は1兆ドル強で企業債務

の6%程度に過ぎないが、こうしたレバレッジドローンに裏付けにした証券化商品（CLO）の発行も増えている。第二に、非投資適格格付けの企業による社債発行も増えており、その発行残高はレバレッジドローンとほぼ同額である。第三に、格付けが投資適格の社債であったとしても、投資格付けがその中でも最低のBBB格付けの企業による社債発行に集中しており、その発行残高は3兆ドルを超えている。一方、家計債務については名目GDP対比で大きい国は、豪州とスイス（120%以上）、オランダ、キプロス、ノルウェー、デンマーク（各100%以上）で、金利が大きく低下している欧州を中心に住宅ローンなどの債務拡大傾向が見られている。

V 期待が高まる財政出動による 景気対策

世界金融危機後に、景気後退に対応するために短期金利を下げ続けた結果、下げ余地がほとんどなくなる金利の「実効下限制約」に直面した日米欧の中央銀行は量的緩和を実施し、その他マイナス金利政策などさまざまな手段も実験した。だが、家計や企業の大幅な需要の拡大やそれによるインフレ目標の達成は期待はずれとなり、その一方で、株高、高リスク企業の債務拡大、一部不動産価格のバブルなどのリスクも目立ち始めている。しかも資産価格の高騰による資産格差の拡大、超低利の金融環境による金融機関の収益圧迫といった副作用も目立っている。しかし、米中貿易摩擦もあって世界的に景気減速が続いており、製造業を中心に企業活動が弱まっている中で、2%程度の物価安定目標（インフレ目標）の実現も遠のきつつあること

から、先進国の中央銀行は再び金融緩和へと傾斜している。だが、既にかかなり低くなっている金利環境の下では金融緩和効果はかなり限定的である。また残された追加手段も乏しい。

そこで、弱まる企業活動を補うべく迅速に財政出動を行って現在の景気減速に対応し景気後退を防ぐべきだとの声が多く、国で高まっている。しかも、中央銀行が金融緩和を今後もかなり長い間続ける可能性が高くなっていることから、財政拡大をしてもそれが金利上昇圧力を高めるような「クラウドアウト効果」はほとんど起きそうもない。だからこそ、財政拡大の効果がむしろ発揮されやすく歳出拡大や減税による景気対策を行う絶好の機会だとの主張である。こうした主張は世界的に広がっているが、とりわけ欧州のドイツに対して圧力が高まっている。ドイツでは2014年から財政赤字で政府債務の対名目GDP（国内総生産）比が低下しており、社会資本が老朽化している。そこでインフラ投資を増やして域内の総需要を喚起すべきだとの意見が、中央銀行であるECBからも、欧州委員会や国際通貨基金（IMF）などからも表明されている。

とはいえ財政拡大政策は世界各国が世界金融危機後に金融緩和とともにいっせいに採用した経緯がある。その結果、世界的に公的債務が大きく膨張してしまった。債務の膨張は、企業・家計と同様に、やがて金利上昇局面になれば利払い負担が増えるので債務返済が難しくなる政府も出現するであろう。このためドイツや中国など高齢化に直面する国では大幅な財政拡大をためらうところもある。

このように打てる経済政策手段が少なく閉塞感が募る中で新たなアプローチが模索されており、その一環として「現代貨幣理論」（MMT）

が取り沙汰されている。MMT では、「政府が財政赤字を悪化させても、自国通貨建て借金ならば債務不履行には陥らない」と主張する。需要拡大効果として歳出拡大を金融緩和よりも重視し、インフレ調整手段として税金が金利よりも効果的だと見なす。政府は自国通貨で歳出を増やすので、財源調達のための増税も国債発行も必要ない。仮に景気過熱で大インフレになれば増税で抑制し自国通貨を吸収できるとの見解である。また、自国通貨での増税はインフレ調整手段としてだけでなく、税金を納める手段として民間による自国通貨需要を高めその価値を維持する役割があると考え（白井 2019）。

MMT を実行していくには幾つか課題を克服する必要がある。最大の問題は、増税は利上げ以上に国民の反発を招き易く、インフレを抑制する手段として機動的な実行が難しいことにある。しかも、MMT で拡充した歳出拡大が持続できると国民を納得して消費を喚起するには、綿密な広報戦略が必要だ。将来的にインフレリスクが高まって歳出の削減を余儀なくされると今から予想する国民がいれば、消費を安心して増やすことはないであろう。また、「政府が借金を増やし続けても債務不履行とはならな

い」とする見解は、国民の常識とはかみ合わないのです。なり受け入れられそうもない。MMT に対する米国の高名な学者たちによる批判は手厳しく、学会でも受け入れられるにはかなり時間がかかりそうである。

最後に

超低利の金融環境が常態化する中で、企業経営者にとっては資金調達コストが低下しており積極的にビジネスを拡大する機会が到来している。しかしそうした環境は不採算企業を温存させて企業の新陳代謝を遅らせる副作用をもたらしている。また、不動産やクレジットなどの市場で過剰なリスクを誘発して一部ではバブルも兆しもみえる。企業経営者は企業を存続させ長期的な価値を高めるための長期的なビジネス戦略をきちんと策定したうえで必要な企業買収や設備投資などを積極的に今から進めていくことが重要である。

【参考文献】

白井さゆり（2017）『東京五輪後の日本経済』小学館
白井さゆり（2019）「現代貨幣理論 MMT は実現可能か 国民の納得・生産性向上」日本経済新聞・経済教室、2019年8月

世界でも例をみない諸外国の直接投資統計を調べる統計年鑑

ITI 国際直接投資マトリックス (2019年版) —CD-ROM版—

※印刷イメージの PDF 版と EXCEL 形式のデータ編で構成。 発行：2019年10月 / 価格：20,000円
1998年以來毎年発行し16回目 / OECD 加盟国と諸外国との直接投資額の表 / 対内直接投資および対外直接投資について、フロー表とストック表を作成 / 1985年から2017年までの30年間の表が利用可能 / 非製造業種（金融・保険等の各種サービス）の直接投資額の表が利用可能 / 直接投資の分析に役立つ関連統計の2018年データまでをあわせて収録 / 見本 http://www.iti.or.jp/report_93.pdf をご参照ください / 姉妹統計年鑑の「世界主要国の直接投資統計集」I. 概況編 および II. 国別編 を併用してお使いになると便利です。

※お問合せ、ご購入をご希望の方は下記までご連絡ください。

一般財団法人 国際貿易投資研究所 (ITI)

TEL : 03(5148)2601 / FAX : 03(5148)2677

〒104-0045 東京都中央区築地1丁目4番5号 第37興和ビル3階

E-Mail : jimukyoku@iti.or.jp / URL : <http://www.iti.or.jp/>