

# CANCELLED

## 債務帳消しを選択肢に

**パンデミックからの回復を手助けする手段としての債務帳消しの可能性は、欧州中央銀行（ECB）のクリスティーヌ・ラガルド総裁やその他高官によって即座に否定されましたが、ある明確な事実を見過ごしている可能性があると考えます。**

市場に多くの負債がありながらも、その多くが中央銀行によって購入されているという今の世の中は、実質的に、政府の左手が右手にある多くのお金を借りているという状況です。

将来的には、握手をしてその債務をなかったことにする、といった状況すらあるかもしれません。かなり毒性が強そうですが、果たして本当にそうでしょうか。

中央銀行は、債務を帳消しにすることで実質的にお金を刷ることが可能です。インフレがほとんど見られない中では、幾らかこうした行動を取ることで事なきを得ることも可能でしょう。

多くの市場コメンテーターは、量的緩和が実質的にはお金を刷っていることと同じであると主張していますが、その見方には同意しかねます。量的緩和は、単に、負債を増やし、資産を購入することに過ぎません。もし言い換えるのであれば、むしろ債務期限の延長でしょう。一方で、債務帳消しという概念は、非常に強力な金融緩和と同等で、いわゆる「ヘリコプター・マネー」として知られる非伝統的な金融政策のアイデアと同種であると言えます。

例えば、政府がゼロ金利で10,000年債を発行したとして、これらを中央銀行が購入したとすれば、債務が帳消しになったと同じことです。

また、債務の帳消しには過去にも前例があります。ここで強調したいのは、そのような前例がジンバブエや、1930年代のドイツといったハイパーインフレ期にあった国のみならず、1930年代後半にカナダなどの国でも実質的な債務の貨幣化が実施されたことです。

昨年、グローバル経済が大幅な減速に直面した一年でした。その光景は、我々の多くがかつて見たことのないもので、その影響が払拭されるまでにはいまだ時間が掛かりそうです。しかし、劇的な変化のときには劇薬となる政策が必要で、金融政策のみでは必要とされるものに不十分である可能性があります。

2021年1月11日



**マーク・ダウディング**  
パートナー  
最高投資責任者（CIO）

そのような劇薬となる行動を検討するほどに勇敢な国に対しては、先行者利益もあるかもしれません。なぜならそうした行動を取ると同時に、借入れコストは上昇するためです。

ただし真っ先に付け加えたいこととして、仮にある国がそのような（債務を帳消しにするという）道を選んだ場合、憲法に公式に記載された方法で行う必要があるということです。つまり、一度きりの、二度と無い措置でなければなりません。お金を刷ることで何もかも解決しようとしている訳ではないという姿勢を見せ、信頼を維持する必要があります。仮にそれが可能であれば、理想的な結果につながるかもしれません。

緊縮財政は、今回の危機に対する適切な答えではないと考えます。実際、過去に適切であったこともあるかどうか分かりません。金融危機後に英国における緊縮策を主導したジョージ・オズボーン元財務相ですらも、中小企業の回復を促すため、英国政府は何十億英ポンドもの債務を帳消しにする必要があるかもしれないと指摘しています。

過去10年間で見てきたように、緊縮策が実質的に意味することは、その時点での債務を、将来世代が長い時間を掛けて返済していかなければならないということです。このことは、最終的には需要を抑制し、成長を鈍化させてしまうことにつながります。

また、少子高齢化が進み、労働人口が減っている中であっては、更にそれが機能しにくい状態になるでしょう。社会に大きな圧力をもたらし、世代間の分断が深まることにつながり、社会的結束が失われるリスクが更に現実味を帯びるでしょう。

もちろん、政府は一部の負債についてデフォルト（債務不履行）を選択することも出来るでしょう。しかしそのような選択肢は、金融システムに甚大なダメージとコストをもたらすことになり、全ての人にとって非常に醜い結末をもたらすことになるでしょう。

国際金融協会（Institute for International Finance）は、先進国の対GDP負債比率が432%に上昇したと言います。まさに涙が出るような、持続不可能な数字で、債務帳消しという見方を受け入れようとしてもしないことは、理にかなっていないように思えます。

今になって世の中に債務が多すぎると言っている債券運用者がいたとすれば、何か深刻な誤解があったと言えるでしょう。EUの多くの国は、既に域内の債務水準に関する財政ルールを破っていました。今のところは遵守が猶予されているとしても、債務帳消しを選択肢として検討しなければ、今回の危機から脱出した際に立ち回る余地が限られてしまうでしょう。

## ディスクレームー

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下のようになります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略 (年率、税抜き)					オルタナティブ戦略 (年率、税抜き)		
投資対象	投資適格債	マーキング債	レバレッジド・ファイナンス	転換社債	運用戦略	トータル・リターン	絶対リターン
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%	運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
					成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上