

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年7月13日

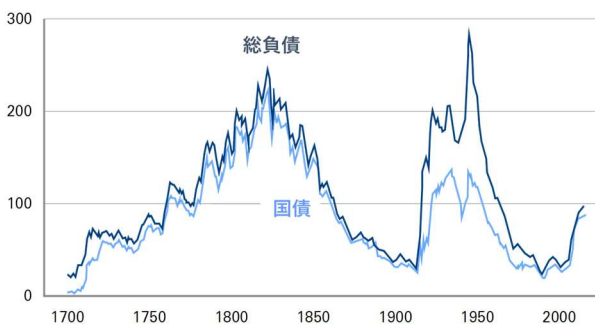
## 良い公的債務、悪い公的債務

### —政府債務をシュヴァーベンの主婦と比較するのはミスリーディング

高水準の公的債務はリスクが高く、しばしば債務危機ないしは高いインフレ率をもたらすことは、過去数世紀に起こったことを見れば明らかです。しかし、英国のようなケースもあります。英国は、ナポレオン戦争（1803～1815年）とドイツとの戦争（第一次世界大戦および第二次世界大戦）の後、GDP（国内総生産）の200%を超える国家債務を抱えながらも数十年にわたり破綻することなく、その膨大な国家債務からマイナスの影響を受けることなく、ゆっくりと国家債務を減らしました。

#### 国家は高水準の債務を抱えながら、長期間サバイブすることが可能

##### 英国の公的債務/GDP比率(1694～2017年)



出所: VoxEU.org (Centre for Economic Policy Research (CEPR)が運営する政策ポータルサイト)

#### 良い公的債務、悪い公的債務

通貨システムの簡略化されたモデルを使って、経済における公的債務の役割を説明することができます。19世紀に英国が他国を征服し植民地として服従させた時に、植民地政府は現地の労働力を必要としたことから、英ポンド払いの給料で労働者を募集しましたが、現地の人々は誰もそれに応じませんでした。英ポンドによる納付に限定された「小屋税 (Hut tax、英国の植民地政府が小屋あるいは家族ベースで課した税金)」を導入して初めて、植民地政府は労働者を確保することができたのです（税金支払いのために英国の通貨が必要となったので、それを得るために現地の人々は労働力を売りに出すようになった）。同時に、植民地政府で働く公務員以外の人々が、英ポンド建ての税金を支払うために必要な（英ポンド建ての）収入を得ることができるよう、市場が作られました。このモデルが示しているのは「国家はお金を印刷し、税金を介して全額回収する」です。

もしも「公務員は、突然働けなくなることを恐れて、英ポンド建ての給料の一部を貯蓄に回す」というモデルを

想定すると、この場合には、公務員以外の人々が必要な税金を支払うための十分なお金（英ポンド）が残っていません。これはマクロ経済の混乱につながります。そのため、国家は、公務員が計画している貯蓄の分だけ公務員の給与を増やしてやらなければなりません。しかし、それと同時に増税してはいけません。そのため、国家は借金をしなければいけません。この場合、公的債務は、一方で貯蓄したいという国民の欲求を満たし、他方でマクロ経済の混乱を是正するため、公共の福祉にとって有益です。

日本の過去30年間の経験は、このシナリオ（貯蓄性向上の上昇とともに公的債務残高が増加）がそれほど非現実的なものではないことを示しています。日本で貯蓄性向上が高いのは、おそらく突然仕事ができなくなることへの恐れよりも、平均寿命が延びること（すなわち退職後の年数が延びること）への恐れが大きいように思います。

もちろん、その恐れが突然消え去り、公務員が貯蓄を消費に回しインフレ率が上昇する可能性もあります。しかし、その場合、国はインフレの上昇を避けるために増税すれば良いだけの話です。ドイツで「債務ブレーキ（国債の新規発行をGDPのわずか0.35%に制限。現在は凍結中）」が導入された時に、上記のようなシナリオが起こりうることを想像できなかったため、私はドイツの債務ブレーキを支持していました。しかしながら、当時、多くの米国の経済学者によってなされた債務ブレーキについての警告は正しかったことが今では判明しています。このため、私は債務ブレーキ廃止論者に転じています。

もしも「国家が威信をかけて世界一高いタワーを建設する」というモデルを想定すると、国家は建設に必要な多数の労働者に給料を支払うために多大な借金をしなければなりません。借金と同時に増税することはできません。そんなことをすれば、反政府暴動が起きかねないからです。またこのシナリオでは、労働者が民間部門から政府部門に移行するため、流通するお金が増える一方、生産量が減少します。これは、誰も貯金をしようとせず、入ってきたお金がすぐに使われてしまうというインフレ・シナリオを生み出します。この場合、高水準の公的債務は公共の福祉を低下させます。国家の威信や戦争を理由に政府支出が過大になる現象は、昔からよく見られています。

## 政府債務をシュヴァーベンの主婦と比較するのはミスリーディング

まず、政府債務はGDP対比で見ると時にのみ適切な指標となることを理解することが重要です。実際のところ、GDPは課税ベース（課税対象とされる範囲）を反映しているため、国の債務の持続可能性を判断するために必要な指標です。

政府予算は、企業会計や悪名高い「シュヴァーベンの主婦（シュヴァーベンはドイツ南部の歴史的な地方名称で、同地方の主婦は節約好きとドイツでは認識されている）」の家計と比較されることがよくあります。しかし、この比較は誤解を招くものです。シュヴァーベンの主婦が節約をしても、マクロ経済への影響を心配する必要はありません。一方、国が行う貯蓄はGDPに大きな影響を与えます。たとえば、政府が歳出削減を行うと、ちょうどその分だけGDPは低下します。その結果、金利が下がり民間の信用需要が刺激されれば、結果としてGDPの大幅な低下が抑えられるか、あるいは拡大することさえあります。

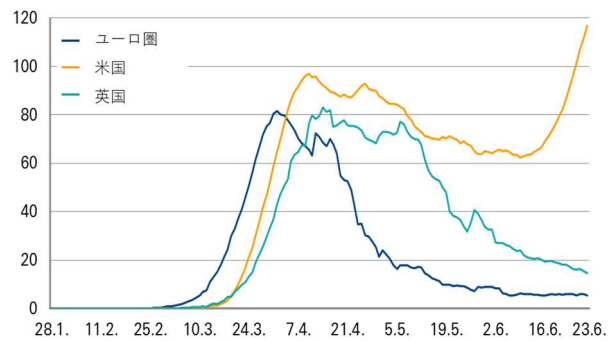
しかし、民間部門が借入に消極的な環境下では、総需要の減少が民間部門のレイオフ（一時解雇）をもたらし、不確実性の増大により家計の貯蓄率も上昇と、国の貯蓄増は逆効果になる可能性があります。この場合、GDPは国の貯蓄増分よりもはるかに大幅に低下し、政府の貯蓄増にもかかわらず公的債務/GDP比率は上昇します。従って、その国の民間部門か、海外の消費者、企業、国のいずれかが、その国に対してそれまでよりも多くのお金を使うことでしか、国による貯蓄増はうまくいきません。

## 次週の経済指標：興味を持つのは歴史家のみ

次週発表のドイツの経済指標は、5月の鉱工業受注（7/6）、鉱工業生産（7/7）、輸出（7/9）です。しかし、これらの経済指標は既に過去のものであり、現在の経済の成長の勢いを評価するのに役立つとは考えにくいです。それよりも重要なのは、新型コロナ感染関係のデータで、これは4月下旬以降、ユーロ圏でのコロナ流行が概ね抑制されていることを示しています。

## ユーロ圏は新型コロナの流行にうまく対処している一方で、英国は遅れをとる

人口百万人当たりの1日当たり新規感染者数の7日間移動平均

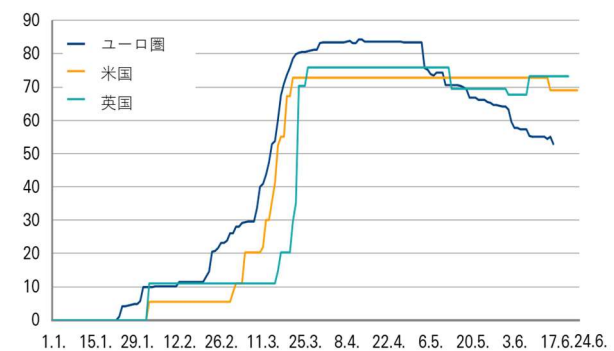


出所: 米国ジョンズ・ホプキンス大学コロナウイルス・リソースセンター、メッツラー

これにより、欧州経済通貨同盟（EMU）加盟国は5月初めから制限措置を緩和することができました。ただし、下記のロックダウン指数が示すように、緩和する前に行われていた公共生活や経済の制限措置は、英国や米国のそれよりもずっと厳格なものであったことは忘れてはなりません。

## ユーロ圏はすでに制限措置を大幅緩和

ロックダウン指数



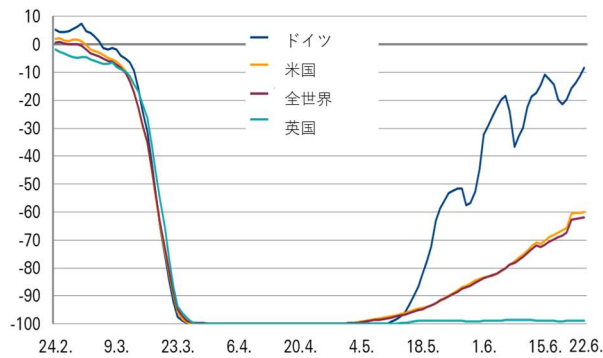
\*ユーロ圏の指数は、各国のGDP加重平均で計算

出所: オックスフォード大学プラバトニック公共政策大学院による「新型コロナウイルス政府対策指数」、メッツラー

制限措置の緩和は経済的な自由が戻ってくることを意味します。したがって、日次で入手可能な経済指標が、ドイツをはじめとする欧州連合（EU）加盟国の経済活動は既に顕著に回復していることを示す一方で、米国、そして特に英国の経済活動は依然として遅れをとっていることを示していることは全く意外なことではありません。

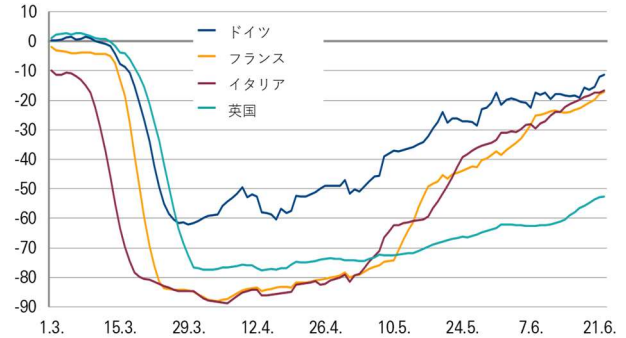
# markt:aktuell

日次経済指標:依然として経済封鎖に苦しむ英国経済  
オープンテーブル経由のオンラインレストラン予約(%、前年比、  
7日間移動平均)



出所:オープンテーブル、メッツラー、2020年6月24日現在

日次経済指標:遅々とした回復の英国の消費  
小売顧客数(\*、7日間移動平均、%)



\*レストラン、カフェ、ショッピングセンター、遊園地、美術館、図書館、映画館が含まれる、  
2020年1月3日~2月6日の中央値からの変化

出所:グーグル・モビリティ・レポート、メッツラー、2020年6月22日現在

エドガー・ヴァルク  
チーフエコノミスト  
メッツラー・アセット・マネジメントGmbH

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
- 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
- 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
- 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があり、投資元本を割り込むこともあります。
- 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
- 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
- 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があり、当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
- 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
- 本資料に引用した各インデックス(指数)の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W20-011

メッツラー・アセット・マネジメント株式会社  
〒100-0011  
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階  
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第467号  
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会