

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

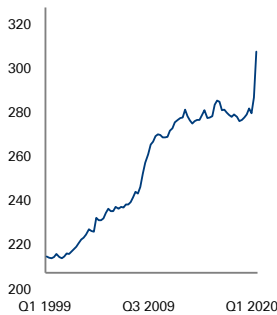
2021年1月25日

## 「高債務 & 低金利」からの脱出方法

新型コロナの世界的大流行の結果、政府、家計、企業の債務は世界的に過去最高を記録しました。世界は借金の海に溺れているかのようです。このように膨れ上がってしまった借金を返済することは可能でしょうか？コインの裏側として、将来において貯蓄がかなりの価値を失ってしまう恐れはあるのでしょうか？

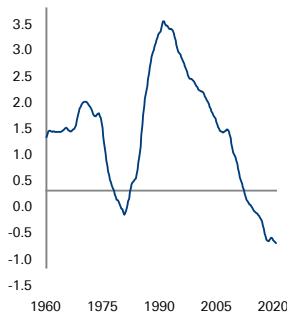
### 先進国の総債務

GDP 対比、購買力平価調整済



### 記録的低水準の世界の実質金利

世界の実質金利\*  
(10年間の移動平均)



\* 米国、ユーロ圏、日本、英国の GDP 加重平均

出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2020年9月30日現在

高債務と歩調を合わせて、実質金利は何年もの間、マイナスになっています。したがって、貯蓄している人はすでに、(預金の実質的な価値の低下という意味で)こっそりと掠め取られています。世界の「負債の塔」が崩壊するのを防ぐために、マイナスの実質金利は長期的に必要なものである可能性さえあります。ただし、これにより、金利が舵取り機能を失い、資本の誤配分のリスクを増大させる恐れがあります。すなわち、「健全な企業や銀行の成長を大幅に妨げているゾンビ企業やゾンビ銀行が、ゼロ金利の助けを借りて人為的に存続してしまう」という恐れがあります。では、我々は危険なダイナミクスに巻き込まれているのでしょうか？

1. 低金利継続は債務削減圧力を消滅させる。
2. しかし、必然的に大きな債務危機をもたらすことになってしまうため、金利上昇も不可能。
3. けれども、低金利は新たな金融市場のバブルを煽る。

したがって、債務が大幅に減少し、実質金利がプラスになる世界に戻る事が望ましいと考えられます。そうすれば、貯蓄は再び安全なものとなり、再び適切な利子を得ることができるようになります。では、そのためには、どのような道筋をたどればよいのでしょうか？

### 危機からの脱出方法

伝統的な方法は金融抑圧政策です。すなわち、長期にわたり、インフレ率を高くする一方で、金利を人為的に低く維持することで、公的債務の圧縮を目指す政策です。社会的結束が高い社会では、そのプロセスは秩序だったものとなり、長期にわたって適度に高いインフレ率が維持される可能性があります。同時に、この公的債務圧縮戦略を成功させるには、金融市場のバブルを防ぐために金融セクターの規制を厳格化する必要があります。一方、二極化した社会では、不安定で高いインフレないしは金融市場の危機といった無秩序な道筋を辿るリスクが高くなります。しかし、ほとんどの国でインフレ率が低すぎたために、実質金利が十分に深いマイナスの領域に達しなかったことから、過去数年間は従来の方法ではうまくいきませんでした。

### 民間債務の推移

過去数十年の家計の負債の増加は、所得の不平等な分配が進んでいることにも関連しているかもしれません。高所得者ほど貯蓄率が高い傾向にあります。一方、低所得者層は生活水準を維持するために借金をする傾向にあります。これは、世界金融危機前の米国でも見られました。この解決策は、政府のインフラ・プロジェクト、教育、研究開発などの資金調達のために、高額所得者への課税を強化することでしょう。特に米国の最近の動向は、包括的な社会政策が社会の結束にとっていかに重要であるかを示しています。したがって、ドイツの社会的市場経済(市場経済のもとで独占を許さず、雇用や社会保障を重視)のモデルは、今でもロールモデルとして機能しているようです。ドイツの家計の債務は2020年第1四半期時点でGDPの56.4%に過ぎず、この数字は先進国の平均である74.2%を大幅に下回っています。家計債務が増加しているもう一つの理由は、多くの人々が住宅不足の都市に住みたいという願望を持っていることです。たとえば、スカンジナビアでは、充実した福祉国家であるにもかかわらず、不動産価格が高いため家計の債務が非常に高くなっています。これに対する解決策は、都市の住宅供給を顕著に改善させる革新的なコンセプトしかありません。そうすれば、住宅価格は下落し、それを賄うための高額な負債の必要性は低下します。

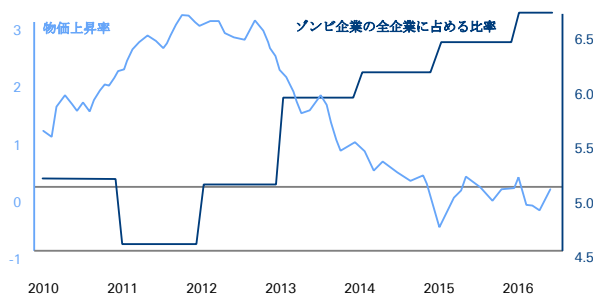
企業部門の高債務の理由の一つは、「低金利のために市場から姿を消さず、過剰生産能力で価格に下向きの圧力をかけるゾンビ企業の存在」である可能性があります。ニューヨーク連銀は最近の調査で「ユーロ圏のゾンビ企業の全企業に占める比率が2012年の4.5%から2016年には6.5%に増加したことがインフレの低下に寄与し

# market:update

た」と結論づけました。この期間に、ユーロ圏のインフレ率は年平均0.8%でした。ゾンビ企業の比率が4.5%のままであれば、平均インフレ率は年平均1.2%に上昇していたでしょう。

## 2010～2016年に欧州のゾンビ企業の比率は増加しインフレは低下

(%)



出典： <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2020/12/how-does-zombie-credit-affect-inflation-lessons-from-europe.html>; 2020年12月現在

不況を引き起こすために主要金利を引き上げることは確かに解決策ではありません。その結果、深刻な景気後退とデフレに陥り、多くの健全な企業の足を引っ張ることになります。結局のところ、唯一の方法は、企業に債務とインタレスト・カバレッジ・レシオの限界値を設定することです。そして、これらの限界値を超える企業は、税制上不利となり、規制上の理由から高い借入金利を支払わなければならないようにすることです。

## 公的債務の推移

2000年以降、先進国の政府債務はGDP比で60%近く増加しています。一方、企業債務は22%しか増加せず、家計債務は12%の増加にとどまりました。このように、過去20年間の総債務の増加は、主に政府債務の増加によるものです。その過程において、政府は実際には「不本意な債務者」であり、政府は財政支援策で危機に対応して、民間部門の高い貯蓄余剰を吸収せざるを得ませんでした。高い政府債務と同時に起こったマイナスの実質金利は、民間部門における高い貯蓄余剰に起因する症状にすぎません。このような背景から、企業がより多くの投資を行うよう説得できない限り、政府債務は増加し続ける可能性が高いです。

民間部門の貯蓄余剰が大きい理由の一つは、2009年の世界金融危機のトラウマである可能性があります。1930年代の米国の大恐慌に関する研究では、大恐慌を経験した世代は、生涯にわたって「大恐慌経験世代」と特徴づけられ、非常にリスク回避的であったことが示されています。その次の世代になって初めて、再びより顕著にリスクを取るようになりました。このような背景から、

現在、人々は昔よりも多くの貯蓄をしているため、実質金利が低くなっているのかもしれませんが、これは、株式のリスク・プレミアムが高いことの説明にもなりません。

先進国では人口の高齢化が進んでいることも理由として考えられますが、人口減少と高齢化を示すエビデンスはまだ少ないことを考慮に入れなければなりません。しかし、日本の経験では、労働人口と年金受給者の両方で現在、貯蓄性向が高いことが示されています。一方で、人口動態の変化により、企業は売上高見通しに欠けることから、投資が少なくなっています。

## 解決策は企業部門にある

債務の削減と実質金利の引き上げを達成することは、非常に大きな課題であり、その解決には何十年もかかる可能性があります。また、企業部門が再び本来の任務を果たすことができなければ、解決しないと考えられます。そのためには、ゾンビ企業を市場から退場させるためにあらゆることを行わなければなりません。経済政策面でも、非常に有利な投資環境を確保する必要があります。これには、最高のインフラ、一流の教育、魅力的な法人税、そしておそらく設備投資に対する補助金さえ含まれます。

## コロナ危機の結果：不況はどこまで深刻化？

これまでのところ、新型コロナウイルスの感染拡大第2波は、2020年3月の第1波に比べて経済的損失は目に見えて少ないです。その理由は、主に接触型サービスを提供している企業だけが閉鎖され、それ以外の経済活動は開放されたままだったためです。このように、感染拡大第2波にもかかわらず、多くの地域の製造業部門は再び好況期の水準にほぼ達したようです。ただし、現在、ボトルネックが増えているようです。たとえば、自動車メーカーの多くは現在、半導体の供給不足により減産を余儀なくされています。また、感染力が強い変異種が急速に蔓延しているようで、多くの国でロックダウン措置が強化されています。その結果、すべての主要国で目先の成長の勢いが著しく低下することが予想されます。

今年下半期の見通しは非常に明るいままです。今後数週間で複数の新たなワクチンが承認されるとの見込みもあり、今年の夏に主要国が新型コロナウイルスに対する集団免疫を獲得する可能性は十分にあります。

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

# market:update

- 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ます、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。

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

W21-002