

## market:update

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年2月8日

## ミルトン・フリードマンとウィリアム・フィリップス、インフレ見通しはどっちが正しい？

インフレの話題が再びクローズアップされ、投資家の間で心配の声が高まっています。なぜなら、今や、多くの金融資産のバリュエーションは、今後長期にわたり低金利が維持されるとの期待によってのみ正当化されるとみられているからです。従って、突然、「高金利環境に転換」となると、金融市場に深刻な混乱がもたらされる可能性があります。しかし、懸念されている金利環境の変化が実際に起こるのは、インフレ率が顕著に上昇した場合に限るでしょう。では、インフレ見通しはどのように見極めるべきでしょうか。

## マネーサプライか、経済の稼働率か

実は、インフレ予測には、一般的なアプローチは二つしかありません。すなわち、ミルトン・フリードマンのマネタリズムとフィリップス曲線の二つです。マネタリズムは「マネーサプライと物価の間には密接な関係がある」との考え方である一方、フィリップス曲線は「失業率や産出ギャップに基づく経済の稼働率がインフレに影響を与える決定的な要因である」との考え方です。興味深いことに、近年はどちらのアプローチもうまく機能していないため、実際のインフレ・リスクについては不確実性が非常に高いのが現状です。さらに、どちらのアプローチも、現在、全く異なるインフレ・シナリオを示しています。

マネタリストは、現在のユーロ圏と米国のマネーサプライを見て、インフレ上昇をとっても恐れています。ユーロ圏の12月のマネーサプライ M3 伸び率は前年同月比+12.3%でした。過去にこの水準より高かったのは2007年の13%と1970年代の12~16%の伸び率です。米国ではもっと極端な水準です。米国の12月のM2マネーサプライの伸び率は前年同月比+25.4%で、13%前後だった1970年代よりもはるかに高い伸びとなっています。ミルトン・フリードマンは当時、「1970年代のインフレ上昇はマネーサプライの高い伸びの結果である」と推測していました。

一方、フィリップス曲線は、需要と消費者物価の相関関係を前提としています。需要が供給を上回る場合には、経済全体の稼働率が過大となるため、物価は上昇します。総需要が上昇すれば、一般的に失業率は低下します。すなわち、失業率の動向は需要動向を示す指標となります。一方、供給は統計から直接判断することはできません。したがって、モデル（いわゆるNAIRU（インフレを加速させない失業率））の助けを借りて推定され

ます。ユーロ圏の12月の失業率は8.3%で、これはブルームバーグ推定の7.6%のNAIRUを大きく上回ります。米国の1月の失業率（2/5）は6.8%に上昇すると予想されており、これはCBO（米議会予算局）推定の4.4%のNAIRUを大きく上回ります。このように、総需要は供給を大幅に下回っており、物価の下押し圧力が優勢となる可能性が高いという結論になります。

## 一見、相反するシグナル

一見、この二つのモデルはインフレ見通しについて極めて矛盾したシグナルを発しているように見えます。しかし、よく見てみると、時間の経過を考慮することで、両モデルに適合するインフレ見通しを導き出すことができます。まず注意していただきたいことは、ここではコアインフレの見通し、すなわち「食品・エネルギーを除いた消費者物価指数」の見通しのみ注目しているということです。原油価格のベース効果（比較対象となる前年同月の原油価格の水準が低いために、エネルギー価格の上昇率が高く出る）だけで、今年当面は米国とユーロ圏のインフレの総合指数は顕著に上昇する見込みです。しかし、これは単発的な効果に過ぎず、中期的なインフレ見通しや金利の動向には関係がありません。

私の見解では、需要と供給の不均衡、すなわちフィリップス曲線がインフレに影響を与える支配的な要因となっています。現在の失業率の高さを考えると、今後数ヶ月間はインフレになるリスクはほとんどないとみています。しかし、マネーサプライが急増したということは、企業や家計は「お金がじゃぶじゃぶ」状態にあることを意味しています。今問題なのは「そのお金はどうなるのか」です。ほとんどが貯蓄されるのであれば、失業率は緩やかにしか低下せず、インフレ率は低水準のままとなります。しかし、そのお金のほとんどが使われてしまうと、需要急増により、失業率が急低下し、インフレ・リスクが高まることとなります。このように、米国のインフレ見通しは、経済主体が夏の間に、お金をどうするか大きく依存しています。

若い世代は、お金を使い切ってしまうと想定されます。しかし、マクロ経済的には、40歳以上の世代のお金の使い方の方がずっと重要です。なぜなら、この世代は、はるかに所得が高く、平均寿命の上昇によるリタイア期間の長期化に向けてゆっくりと対応し始めているからです。この世代は、ほとんどのお金を貯蓄しておく想定

# market:update

されます。従って、インフレ・シナリオはまだリスク・シナリオでしかないと考えられます。

もちろん、「小切手を送られるのは一度きりなのでマネーサプライの伸びはすぐに急落するはず」という見方もできます。従って、給付されたお金は1~2 四半期の「線香花火的」な消費ブームに使われるだけであり、長期的なインフレ率の上昇に寄与することはできない可能性もあります。しかし、短期的な消費ブームであって

も、失業率が NAIRU を下回れば、中期的にはインフレ率の上昇につながる可能性があります。フィリップス曲線によると、持続的な超過需要（失業率 < NAIRU）は、一貫してインフレ率を引き上げます。例えば、毎年1.0%のインフレ率の引き上げ効果があるとすれば、1%のインフレ率を2%のインフレ率へ、翌年は3%のインフレ率に、その翌年には4%のインフレ率へと上昇する、という結果になります。



Edgar Walli

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

- 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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ます。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

W21-004