

# markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 7

2021年2月22日

## 盛り上がるインフレ論議

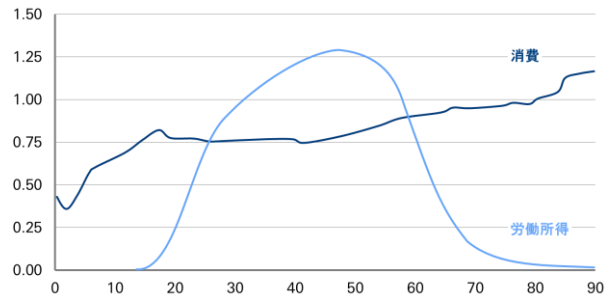
米国とユーロ圏のインフレ率は、今後数ヶ月の間に上昇する見込みですが、これはベース効果（比較対象の前年同月が低かったことでインフレ率が高めに出やすいこと）によるものです。2021年後半までにファンダメンタルズに変化がなければ、インフレは再び顕著に低下することになるでしょう。そうなれば、世界経済は依然として低インフレ・レジームのままでしょう。

コア・インフレ率が米国で3.0%、ユーロ圏で2.0%を超え、持続的な上昇トレンドが見込まれる場合に限り、経済にダメージを与えるほどの高インフレという新たなインフレ・レジームに転換する可能性が高いと考えられます。そうなれば金融市場は不安定になり、債券価格は著しく下落し、株価もそれに伴って下落することになると考えられます。そうなれば、株価と債券価格の相関関係は正になります。

### インフレ上昇を支持する議論

ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス名誉教授のチャールズ・グッドハートとモルガン・スタンレーの元エコノミストのマノジ・ブラダンは、昨年半ばに『人口動態の大転換：高齢化社会、格差縮小、インフレの復活（The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival）』という本で、現在のインフレ論議の幕を開けました。彼らの重要なメッセージは「構造的な変化が今後数十年の間にインフレ・ダイナミクスをゆっくりと変化させる可能性がある」というものです。彼らは「高齢化の進行がインフレ圧力を高める」と予想しています。例えば、右上のチャートに示されているように、人の典型的なライフサイクルでは、幼少期と老年期には消費するだけで、何も生産しないことが観察できます。そのため、60歳以上の人口の比率の上昇と同時に25～65歳の比率が低下すると、需要は少しだけ上昇する一方で供給は急減するため、消費者物価は上昇することになると考えられます。

ライフサイクルにおける消費と労働所得  
概念図

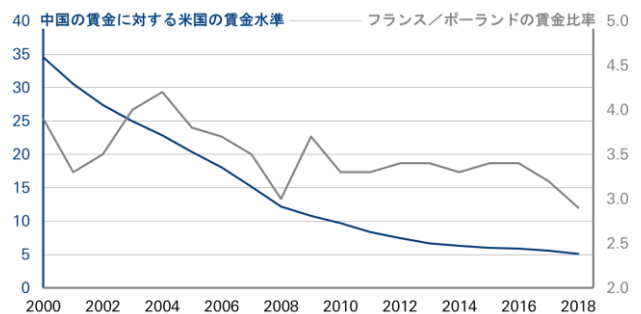


出所：チャールズ・グッドハートとマノジ・ブラダン

そして、彼らは「グローバル化による価格低下効果が終焉を迎える」と見ています。例えば、東欧における共産主義の終焉と中国の世界経済への統合により、世界的に利用可能な労働者が急増しました。そのため、低賃金で安く生産するために先進国から新たに世界経済に統合された国に生産拠点が移転しました。しかし、著者らの分析によると、近年、そのようにして世界経済に統合された国の賃金コスト面での優位性は著しく低下しているようです。このように、グローバル化によるディスインフレ効果は終わりを迎えており、もはやインフレを低く抑えることはできなくなっている模様です。

### 賃金格差の縮小

#### 賃金比率

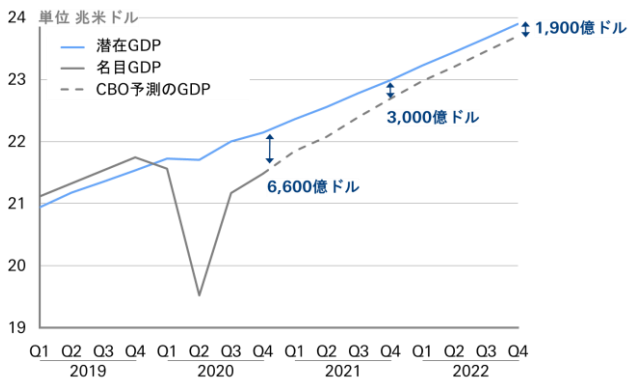


出所：チャールズ・グッドハートとマノジ・ブラダン

# markt:aktuell

そして、今年の2月初め、ローレンス・サマーズ元米財務長官（根っからの民主党員でハーバード大学教授）の記事が大きな反響を呼びました。その記事の中でサマーズは、政府の過剰な景気刺激策に警告を発しています。彼は、米国の需給ギャップ、つまり総需要と総供給の差の現在の推計に基づいた議論を展開しています。CBO（米議会予算局）は、2020年10-12月期の米国の需給ギャップは約6600億米ドルと試算しています。CBOの試算によると、2021年10-12月期までに需給ギャップは約3,000億米ドルに縮小すると予想されています。しかし、これは、近いうちに成立すると考えられている約1.9兆米ドル（約200兆円）の追加経済対策は考慮されていない試算です。

## 米国：経済成長と需給ギャップ 実際の名目 GDP と潜在 GDP



出所：CBO、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

サマーズは現在、企業や家計が政府から受け取るお金の大部分が貯蓄ではなく消費に回されてしまうと、景気刺激策が過剰なものになってしまう可能性があるという指摘をしています。そうなれば、需給ギャップは1年以内に強いプラスの領域へと劇的に転換する可能性があります。すなわち、需要が供給を大幅に上回るようになり、インフレ圧力を生み出すことになると考えられます。また、高水準の通貨集計量（monetary aggregates）は、すでに米国の企業や家計が現金で潤っていることを示唆しており、ロックダウン終了後の需要にさらに拍車がかかる可能性があるというサマーズは指摘しています。

さらに、最低賃金の時給7.25米ドルから15米ドルへの引き上げを米政府が決定する可能性があります。そうなれば、米国の賃金構造全体を揺るがす可能性があります。

そうすると、インフレ・シナリオは以下ようになります。バイデン新政権が1.1~1.9兆米ドルの追加経済対策を決定→4月以降、ロックダウン措置の大幅緩和→米国の家計の狂乱消費→早ければ9月から消費者物価上

昇。その結果、前述の高齢化や世界的な賃金格差の縮小などの構造的要因もあり、新たな高インフレ・レジームが始まることになる考えられます。

## インフレ上昇に反対する議論

興味深いことに、日本の実証データは、まったく逆の結果を示しています。1990年代前半までは、生産年齢人口・非生産年齢人口比率（15~65歳の人口/0~15歳と65歳以上の人口）は継続的に上昇しており、それに伴いインフレは上昇していました。しかし、それ以降は65歳以上の比率が上昇しているにもかかわらず、インフレ率は異常に低下しています。これは、日本の国民の貯蓄・消費行動が、上述した平均的な先進国経済とは異なることと関係していると考えられます。また、65歳以上の人たちの多くが医療サービスを利用していますが、その価格は日本政府によって規制されています。これまでのところ、日本政府は医療サービスの価格を引き上げておらず、その代わりに徐々に質が低下していくことを選択しています。そのため、日本の医療制度にはすでにかなりの「隠れたインフレ」が起きていると考えられます。この状況は今後も当面は続きそうです。このように、日本の経験は、高齢化が公表されたインフレ率の低下にさえ寄与する可能性があることを示唆しています。

一方で、グローバル化によるディスインフレ効果は薄れていく可能性が高いとの指摘も多いです。しかし、それが新たなインフレ・レジームをもたらすほどにインフレに大きな影響を与えることはないと考えの方が妥当なようです。

確かに、米国では通貨集計量が爆発的に増加しており、現在議論されている追加経済対策が、マネーサプライをさらに大きく押し上げる可能性が高いです。しかし、ここで問題となるのは「実際にどれだけのお金が使われ、どれだけのお金が貯蓄されるのか」ということです。大半が貯蓄されれば、米国の需給ギャップが解消されるまでには、さらに数四半期かかることになるでしょう。しかし、政府の財政による支援の大部分が消費に流れたとしても、それが必ずしも顕著なインフレの上昇につながるとは限りません。企業は、それを「一時的な消費ブームに過ぎず、その後は消費疲れが待ち受けている」としか見ないかもしれません。その場合、需要増にもかかわらず企業は値上げをしないでしょう。この場合、フィリップス曲線はフラットなままとなると想定されます。

## 結論

50年ぶりに、民間の経済主体がインフレ・レジームの転換をもたらすのに十分な資金を持っています。そのた

め、最低賃金の引き上げが見込まれている米国では特に、インフレ・リスクは高いと思われます。しかし、インフレ・リスクが実現化するには、二つの条件を満たす必要があると考えています。それは、①政府からの移転支出の大部分が貯蓄に回らないこと、②フィリップス曲線が再び急勾配になること、です。この二つの要因は、予測することはできず、観測することしかできません。加えて、インフレ・リスクは、ユーロ圏よりも米国の方がはるかに高いです。現在、米国のインフレ・レジームの転換リスクは40%前後と見ています。運用資産のポートフォリオの観点では、インフレ・レジームの転換は債券価格と株式価格の両方が下落することを意味しています。インフレ・スワップ（物価に連動して変動する金利と固定金利を交換する取引）は、このシナリオでは上昇するため、重要な分散投資先となる可能性があります。

## 依然としてウイルスの影響を受ける世界経済

いずれにしても、今後数ヶ月間は、世界的にロックダウンが続き、消費機会が制限されるため、インフレ・シナリオは問題にならないと考えられます。

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



Edgar Walli

- ▶ 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 | R21-005  
〒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

W21-006