

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年4月12日

インフレ論争：経済理論と現実とは異なる世界

理論的な世界

経済学の教科書では、「投資に必要な貯蓄を得るには、今日の消費を抑えなければならない」とされています。しばしば、ロビンソン・クルーソーの例が用いられ、彼は無人島で小麦を栽培すると、収穫時に、何粒の小麦を消費し、何粒の小麦を再び蒔くかを決めなければならないとされています。しかし、この「モデル」は金融セクターを完全に無視しており誤った結論を導いていると思われる。

現実的な世界

実際の経済システムでは、投資そのものが、その資金を得る為に必要な貯蓄を生み出していると思われる。即ち、第一段階として、銀行は投資資金に充当する為の融資を行います。第二段階として、この投資に充当された資金に対応する銀行預金を作成されます。銀行貸出の結果として創造された新規マネーは、企業によって次なる投資の支払いに用いられ、最終的に貯蓄として留め置かれるまで、経済の中で循環する為、投資と貯蓄は平仄が合うことになると思われる。

インフレリスクの指標としての投資と貯蓄の相互作用

米経済学者ハイマン・P・ミンスキーは1960年代にこの関係を説明し、当時のインフレ上昇を説明しました。

以下、引用部分：

「投資が増えればそれだけ貯蓄も増えます。1950年代に見られた投資ブームの時期に、貯蓄は政府の財政状態の変化の結果、生み出されていたと考えられ、当時は、税制や歳入の策定において、伝統的な財政原則が適用されていたと考えられます。1960年代には、近代ケインズ主義の考え方と偶発的な戦争により、政府支出が政府収入を大幅に上回り、民間投資も「爆発的」に増加しました。かように民間投資の増大に対応する貯蓄は民間セクターから賄われることになったのです。

英経済学者ニコラス・カルドアによれば、企業が利益をもとに貯蓄する傾向は、家計が可処分所得をもとに貯蓄する傾向よりも大きいとされています。即ち、政府の財政赤字が大きい時期の投資ブームでは、投資資金を調達する為の貯蓄を民間部門で創出しなければならない為、所得分配は企業収益にシフトするとされています。このような所得分配の変化が起こる経路の一つとして、インフレがあります。物価の上昇が貨幣賃金の上昇を上回ると、実質賃金が低下する結果、物価上昇によって貯蓄を余儀なくされますが、かように古典的なインフレのパターンは、1966年に顕在化し、1967年にも物価上昇圧力が持続する要因となりました。こうして、投資ブームの際には、古典的な（賃金と企業利益の）所得分配が

「変化」するだけでなく、その変化は政治的に受け入れがたいインフレと関連しているのです（中略）。"

要約すると、大規模な財政赤字と活発な企業投資の組み合わせは、インフレのリスクが高いということになります。企業は高い需要圧力により、財・サービスの価格を引き上げることが可能で、その結果、企業利益が増加し、その殆どが貯蓄されることになると考えられます。これにより投資と貯蓄は平仄が合うことになると思われる。

グローバル化により1960年代とは本質的に異なる

しかし、現在は1960年代と大きく事情が異なり、グローバル化が進展している為、高い需要圧力が国内での価格上昇に繋がらず、むしろ輸入量の増加に繋がる可能性が高いと考えられます。実際に必要とされる貯蓄は海外からの資金流入によって賄われるということです。目下、2021年の米国の経済成長率が6.0%から7.5%と予想されていることは、かなり現実的に思える為、今年の米国では経常収支が大幅に悪化する可能性が高いと見られます。実際に世界的な生産能力の面で再び稼働率が高まるようになれば、米国および諸外国のインフレ率が顕著に上昇する可能性があると思われる。すでに2月には、米国の輸入価格が前年比3.0%増と大幅に上昇したことはサプライズであったと思われる。このような背景から、米国の生産者物価指数の動向を見守って行きたいと思いますが、中国の輸出ブームが米国の消費者物価にまで影響を及ぼす可能性についても留意が必要と考えており、米国のインフレ率が上昇するというシナリオの確率は、依然として30%から40%と考えています。

好景気に沸く米国

Googleのデータによると、ここ数週間で米国市民のモビリティが大幅に増加していますが、パンデミックが始まって以来、モビリティと経済成長の間には非常に高い相関関係が見られます。この結果から、米国の経済活性化が世界的な輸入増加の引き金になる兆しが既にあると考えており、今後発表される米国の貿易収支に関する最新のデータに注目しています。

欧州では、ドイツの輸出企業が主に米国の景気回復から恩恵を受けられると思われるが、フランスの産業界への影響は比較的軽微になるのではないかと見ており、これもドイツの新規受注やドイツとフランスの鉱工業生産の公表数値に示唆されていると考えています。

インフレ見通しに重要な役割を果たすサービス部門

米国の消費者物価指数の算出に使われる財・サービスのバスケットの内訳として、サービスが60%以上を占め

market:update

ています。ユーロ圏では、この内訳は、サービスが約45%、商品が約37%、エネルギーと食料が約18%に分かれています。従って、両地域とも、サービス部門の価格がインフレ傾向に最も大きな影響を与えられと考えられます。ユーロ圏ではロックダウンが続いている為、飲食・小売業を中心にサービス部門が引き続き苦戦しており、ここに価格上昇圧力の脅威は無いと考えられます。一方、米国では、パンデミックはほぼ収束していると考えられ、前述の米国民の高いモビリティから、サービス部門が徐々に回復ペースを上げていることが分かります。しかし、最近になって、米国では感染第4波の

到来が改めて警告されており、引き続き新規感染者数の動向が注目されます。実際に新規感染が少ない状態が続けば、パンデミック後に企業がどの程度、価格を調整するかが注目されます。

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

1. 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。
2. 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。
3. 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。
4. 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ます。投資元本を割り込むこともあります。
5. 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。
6. 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。
7. 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。
8. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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

W21-013