

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

金融経済の見通し

2021年9月21日

インフレは失政の産物

金融政策と財政政策を適切に組み合わせれば、望ましいインフレ率を実現することができると考えています。しかし、これには必ず副作用が伴います。例えば日本では「超金融緩和策と高水準の財政赤字を長期間にわたって続けることでデフレ脱却を図ることはできるが、それがインフレのオーバーシュートを引き起こしコントロールできなくなるのではないか」という懸念が長年存在していました。振り返ってみると、このような懸念は誇張されたものであったことは明らかでしょう。また、FRB（米連邦準備理事会）は、1960年代から1970年代にかけての高インフレに対して長い間、高金利で真剣に立ち向かうことはありませんでしたが、それは深刻な不況になることを政治的な理由で避けたかったからです。

インフレ/デフレの多くは政策の利益相反による
しかし、1923年のドイツのハイパーインフレや1931年の深刻なデフレには、政治的な原因もありました。第一次世界大戦後、ドイツ政府は無価値となった戦時国債の返済に消極的でした。社会保障費の急増や高額な賠償金の支払いにより、国家予算はすでに膨張しており、戦時国債の利払いにも余裕がなくなっていました。ハイパーインフレになって初めて、国の借金を再びゼロにまで減らすことができたのです。一方、1930年代のドイツでは、1929年の世界恐慌の影響で政府の収入が激減したことで、ドイツ政府は「ヤング案（第一次大戦後のドイツ賠償問題の解決案）」で定められた国際的な義務、すなわち、賠償金の支払いに全力を尽くしていることを示すために、情け容赦の無い緊縮政策をとる必要がありました。また「過度に景気刺激的な経済政策はハイパーインフレの再来を引き起こすのではないか」という懸念もありました。

歴史的に見ても、高インフレやデフレは、マクロ経済の相互関係を見誤った場合や、政治的な利益相反が生じて金融の安定性が従属的な目標になってしまった場合に起こることが多いです。

経験的にインフレは金融政策でうまく制御可能
さらに、過去数十年の経験から、インフレ率の上昇を抑制するには、金利を迅速かつ無期限に引き上げることができる金融政策の方が適していることがわかっています。一方、財政政策は総需要に直接影響を与えるため、デフレ対策に適しています。この点について、MMT（現代貨幣理論）では「デフレ環境下では、過剰貯蓄の家計は必死になって金融資産を求め、新規に発行される国債を直接または他の貯蓄経路を通じて間接的に購入するため、政府債務残高には上限がない」としています。

その最たる例が日本で、現在の政府債務残高はGDP（国内総生産）の260%にも達していますが、それにもかかわらず、日本の国債市場は非常に安定しており、円の対外通貨価値も強固です。デフレ環境下では、低金利にもかかわらず家計や企業が借入をしたがらないため、金利政策はしばしば効き目の鈍い手段となります。このような環境下では、過度に拡張的な金融政策は、金融市場に過剰な流動性を流入させるため、金融市場のバブルを引き起こすことさえあります。

例えば、2001年以降、FRBは、リセッション、デジタル化、グローバル化によるデフレ傾向に対抗するために、超低金利政策を実施しデフレ回避に成功しましたが、その副作用として巨大な不動産価格バブルを引き起こしました。言い換えれば、FRBがインフレ目標を達成できたのは、住宅価格バブルのおかげであり、それに伴う消費ブームは弱いインフレしか伴わなかったからです。これは、経済のグローバル化が進む中で、輸出品が急増したため、米国内の物価が低く抑えられたためです。振り返ってみると、米国政府がもっと積極的に社会政策を行っていたら、社会の緊張を緩和することができたかもしれません。

金融安定性への信頼がすべて

それでは、「現代貨幣理論」の発見によって、経済政策にはもはや限界がないということでしょうか？実は、一つだけ限界があります。それは「金融安定性に対する国民や外国人投資家の信頼」です。信頼が失われれば、資本が逃げ、通貨が暴落します。長期的なインフレ期待は、金融安定性に対する全般的な信頼を最もよく反映しています。したがって、中央銀行のインフレ目標は、信頼醸成の手段と解釈することもできます。全般的なインフレ期待が中央銀行のインフレ目標以下である限り、経済政策にはフリーハンドが与えられているのです。

インフレ期待に注目
10年インフレ・スワップ (%)



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー、2021年9月3日時点

インフレ圧力への対策を適切に組み合わせるための重要な指標としての長期的なインフレ期待

米国では、インフレ・スワップに基づく長期的なインフレ期待が、ここ数ヶ月でFRBのインフレ目標に沿った2.5%前後の水準に戻ってきました。このように、金融市場は米国の経済政策がインフレ対策に最適な組み合わせを見つけたことを示唆しています。一方、ユーロ圏の長期的なインフレ期待は、ECB（欧州中央銀行）のインフレ目標である1.7%程度を大きく下回っています。これは、政府支出が少なすぎるため、ユーロ圏の金融安定性は期待できないと金融市場参加者が考えていることを示唆しています。このように、ユーロ圏のポリシー・ミックスは引き締めの過ぎると考えられます。

これまで述べてきたように、世界経済には過小評価すべきではない中期的なインフレリスクがあると考えています。一方では、中央銀行や政府が状況を見誤る可能性があり、強い経済成長やサプライチェーンのトラブルからインフレ率が著しく上昇する可能性があります。この場合、中央銀行は主要政策金利を大幅に引き上げざるを得なくなります。そうすると、政策目的に相反が生じることになります。債務者の金利負担は顕著に増加し、債務危機のリスクは高まるからです。また、金融市場が大きく混乱し、インフレリスクからデフレへと大きく変化する恐れもあります。

したがって、中央銀行は、多少のインフレリスクはあるものの、全般的な信頼の喪失を防ぐための細い道筋を見つける必要があります。しかし、同時に、金融市場危機や債務危機を回避するためには、インフレを抑制しすぎたはけません。

以上のことから、中央銀行にとっては、実際のインフレ率よりもインフレ期待を管理することが重要であることがわかります。

米国と中国の経済指標は低調、欧州のみ好調

最近の欧州の好調な経済指標は、復興基金「次世代のEU」からの資金が今後数ヶ月間に渡って活用されることでさらに押し上げられると考えられます。復興基金の恩恵をより受けるEU（欧州連合）周辺国の経済成長が中核国のそれを上回る可能性は非常に高いと見ています。

一方、米国経済は、産業界の供給のボトルネックによる弱さが目立っています。また、消費者への政府からの経済援助の減少と物価の高騰は、消費意欲の減退に反映されると考えられます。

中国の景気後退の傾向が強まる

他の多くの規制措置に加えて、中国政府は最近、住宅用不動産市場への規制を強化しています。これは、信用の伸びの鈍化を反映したマイナスに転じたクレジットインパルス（GDP成長率に対する新規貸し出しの伸び率）に見られます。その結果、すでにいくつかの不動産会社が破産申請をせざるを得なくなり、中国不動産大手の中国恒大集団も経営危機に直面しています。このような背景から、不動産販売額はすでに顕著に減少しており、不動産価格もそれに追随して下落する可能性が高いと考えています。住宅市場の低迷は、ますます経済全体に波及する可能性が高いと見ています。

中国政府は、景気後退が加速しないように注意しなければならないと、そのため、新たな政府支出ですぐに対処する可能性が高いと思われる。

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH の考える現時点での世界経済の3つのシナリオ

1. 中央銀行のインフレ目標に沿った中期的に緩やかなインフレ率、国債利回りは横ばい：発生確率60%の**基本シナリオ**
2. 3~4%の高インフレ、国債利回りは100~200bp上昇：発生確率30%の**リスクシナリオ1**
3. インフレ率が過去10年間の低水準に戻る「日本化」、国債利回りは50bpの低下：発生確率10%の**リスクシナリオ2**

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



Edgar Walli

1. 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。
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. 害について一切責任を負いません。
9. 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。
10. 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。
11. 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。
12. 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。

W21-035

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