

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年7月6日

中央銀行によるマネー供給過剰 - しかし、インフレ・リスクは低いと見られる

中期的なインフレ見通しに関する議論が、この先も活発に行われることになるのは明らかと思われませんが、疑問の多くは未だ解決されておりません。今週は、この問題を大局的に捉える為に有用と思われる、いくつかの基本事項について考察して見たいと思います。

貨幣システム：国家・政府が事実上運営

貨幣システムがどのように機能し、どのようにして成り立っているのか。これについては経済学者の間でも意見が分かれています。私は本質的に「現代貨幣理論」(MMT)に代表される考え方に同意しています。

この考え方は、貨幣システムが、純粋に政府主導のもと政府により運営されることで機能しているというもので、国民の納税義務の存在が、政府の管理下で発行される通貨の使用を実質的に強制しているとの仮定に基づきます。この意味で、19世紀にイギリスが新たな植民地を征服した際、いかにして現地の労働力を確保できたかという逸話が MMT の論者の中で引き合いに出されます。当時、イギリス人の雇い主は、賃金を英ポンドで支払おうとしたものの、現地の人々は、当初受け取りを拒否し、イギリス政府が、製鉄所などに対して英ポンドでの支払いが必要な税金を導入したことで、初めて労働者が確保できたというものです。その際、同時に、官営の工場で働く以外の国民が納税資金として英ポンド調達を行う為替マーケットが作られたことさえあります。

こうした事例では、国家が紙幣を印刷した後、最終的に税金で回収している構図が示されています。しかし実際には、多くの国家で工業化が始まって以来、通貨の発行は商業銀行に委託され、政府自身は、危機の時に限り、中央銀行を利用して通貨を発行・印刷していました。興味深いのは、国家がシニョリッジ（通貨発行利益）による収入を見送っていたということなのですが、収益性の高い強力な銀行システムをもつことがその国が工業化に成功し産業を発展させる前提条件である、即ち、国家が通貨発行利益による収入を放棄する見返りに自国の経済がより強力に成長することを重視したことが理由の一つにあったと考えられます。

このように、商業銀行による過剰な融資や中央銀行による過剰な資金供給の結果として、有害なインフレが発生する可能性が指摘されています。経験則から、政治家は比較的短い時間軸の中で行動することが多く、過剰な信用創造による資金提供によって経済的な繁栄を実現するインセンティブを持っていると考えられます。ブレトンウッズ体制が崩壊するまでは、金本位制は、実質的に政治家に限界を設け、楽観的なマネー創出に制約を与えていました。今日、金本位制は政治的に独立した中央銀行に取って代わられていることから、中央銀行の役割には、過剰な融資の伸びをコントロールし、政府による過剰な資金調達に歯止めをかけることがあると思われます。

現在の中央銀行の役割：商業銀行の代役機能

中央銀行のバランスシートにおける規模の変化は、中央銀行の「紙幣印刷」の指標として使用されますが、例えば、欧州中央銀行のバランスシートは、2月末から5月末だけで1兆ユーロ近く拡大しました。

欧州中央銀行による大規模なバランスシートの拡大

欧州中央銀行のバランスシート（単位：兆ユーロ）



中央銀行はバランスシートを拡大する際、証券を購入します。これらの取引は通常、銀行システムを介して行われる為、同時に商業銀行の中央銀行に対する預金残高が増加します。「貨幣乗数モデル」では、商業銀行は、こうした中央銀行への預金残高によって預金準備率の要件を満たしつつ、1兆ユーロの残高から10兆ユーロ以上の融資を行うことが可能になっています。

このように信用創造による融資で調達された資金が商品やサービスの購入に使われた場合、有害なインフレにつながる可能性は否めないものと思われます。

実際には、金融危機以降の広範な規制要件と、商業銀行自身のバランスシートの脆弱性により、商業銀行による大幅な融資拡大の可能性は制限されている為、現在の環境では、貨幣乗数モデルを前提として経済状況を把握することは適切ではないと考えています。

また、インフレに影響を与えるのはマネーストックではなく、その変化であることも念頭に置く必要があると思われます。コロナのパンデミックにより多くの企業が倒産の危機に追い込まれ企業融資が返済不能となることで、銀行のバランスシートが毀損する場合、新規融資は殆ど行われず、マネーストックの縮小から実際にデフレがもたらされる可能性も考えられます。ECBのバランスシート拡大、即ち銀行への豊富な流動性供給と社債の購入は、流動性の逼迫により実際には支払能力のある健全な企業の倒産を防ぐことを目的としていましたが、実際には政府による直接の融資保証や政府融資も必要になりました。結局、国家と中央銀行が商業銀行の融資機能を部分的に引き継いだということであり、このことは、商業銀行の融資が縮小して国家や中央銀行の融資が急激に増加したことを意味し、経済全体の信用ポートフォリオは、危機に陥った企業の高い流動性ニーズをカバーする為、更に増加する可能性さえあると見ています。但し、ECBによるこれらの措置は、総じて機能不全に陥った商業銀行に対してのみ、代役として実施されるものである為、インフレに影響を与えることはないと考えています。

中央銀行の現在の役割：財政ファイナンス

ECBは「量的緩和」により国債を購入していますが、このように中央銀行が国家に対してファイナンスを提供することは禁止されている為、グレーな措置とも言えます。しかしながら、国債残高を吸収することで、企業の資金調達を支え、民間投資家にリスクの高い投資を促す効果があると考えられる他、一般的な金利水準を低く抑える意味があるとも考えられます。ECBの目的は、金融市場に「非合理的」な高金利とリスクプレミアムが出現する可能性を無くすことにあると思われます。

しかし、国債を購入することは、間接的な国家ファイナンスを行うことでもあります。今年は公的部門の赤字が爆発的に拡大すると見られますが、ECBが新規発行の国債の大部分を流通市場で購入する為、これについては特別に政府の懸念材料になること

はないと思われます。実際に有害なデフレを回避し、経済を軌道に乗せる為には、政府の財政赤字が不可欠の要素となってきており、ECBは経済危機の回避に貢献していると思われます。尚、政府が過度に財政支出を増加させ、ECBが過度に国債を購入する状態に突入する可能性は懸念されますが、目下、どこに財政赤字の限界があるかを容易に判断することは難しいと思われます。

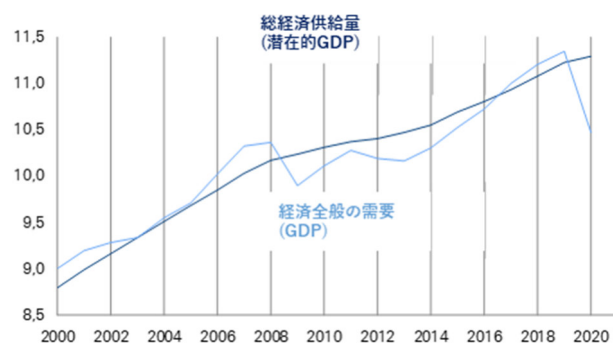
インフレリスク：需給ギャップか、インフレ 期待か

インフレは、総需要が総供給よりも高いという事実、或いはインフレ期待が上昇することに起因すると考えられます。欧州委員会は、今年は経済全体の総需要（GDP）が10兆5000億ユーロ程度にまで落ち込むと予測していますが、これに対し、総供給（潜在的GDP）は11.3兆ユーロ程度になると試算しています。このことはたとえECBの国債購入の助けを借りて政府支出が過剰になったとしても、総需要が再び総供給を上回るには最低でも2～3年を要することが示唆されています。ECBによる想定される国家ファイナンスは、このようにインフレに間接的な影響を与えるのみであり、インフレの顕在化には相応の時間を要すると考えられます。もっとも、企業は従業員のコロナウイルス感染リスクを減らす為、生産工程を大幅に変更しなければならず、欧州委員会は経済全体の総供給量を過大評価している可能性もあることには留意が必要です。

需給ギャップの拡大は、価格の下落圧力を意味する

欧州委員会による試算

単位：兆ユーロ

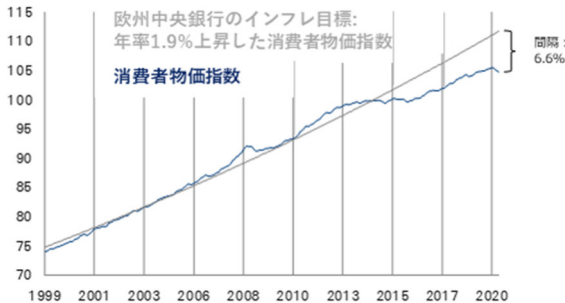


出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー；2020年5月31日現在

目下、インフレ期待も高過ぎるよりも低過ぎる状況にあると見られます。ECBは2014年以降、毎年インフレ目標を達成できずにおり、消費者物価の水準は足元、ECBが過去数年の平均でインフレ目標を達成していた場合の水準を6%以上も下回っています。その為、ECBが中期的に再びインフレ目標を達成可能か否かについて、経済関係者は懐疑的になっています。結果とし

て、ユーロ圏のインフレ期待が近い将来に大きく上昇する可能性を示唆するものは殆ど見当たらない状況となっており、インフレは予見可能な将来におけるリスクではないと思われま

欧州中央銀行は、2014年以來のインフレ目標を達成していない



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー; 2020年5月31日現在

勿論、パンデミックによって課せられた諸々の制約が、個別セクターによっては、価格上昇につながる可能性もあります。しかし、これは相対的な価格の変化に過ぎず、業種によっては物価が上昇し、他の業種では下落する為、経済全体としてのインフレ率は変わらないということになると考えられます。

経済と感染症の第二波

アメリカでは、第一波を上回る第二波の感染の兆候が増えていますが、経済的コストが非常に高くなる為、もはや国家的なロックダウンは選択肢にならないと思われま

メツラーの基本シナリオでは、アメリカの景気回復はやや鈍化するものの、堅調さを維持した状態で推移すると想定しています。こうした中、消費が米経済の成長エンジンとなっていることから、消費者信頼感指数の動向は非常に重要な意味をもつと考えています。また、購買担当者指数や労働市場レポートの動きも注視して行く所存です。

ヨーロッパや北アジアでは、パンデミックは実際に多かれ少なかれコントロールされていると見ています。局所的な感染源の迅速な特定と局所的なロックダウン対策の迅速な実施により、概ね第二波を防ぐことができたと思われ、堅調な景気回復が持続する可能性は十分にあると見ております。今後は、引き続き欧州や中国、日本などで発表される購買担当者指数や各種の景気動向指数などを注視して行きたいと考えております。

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

- 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、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、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。

W20-010

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