展望

アフターコロナのインフレの可能性

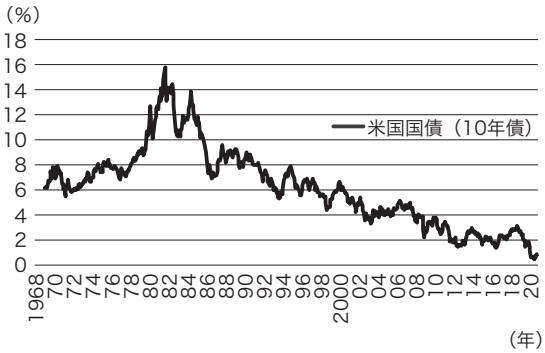
神　山　直　樹 CMA
（証券アナリストジャーナル編集委員会委員）

1．インフレ抑圧からの変曲点となるか

2020年２月にはすでに議論が始まっていた（注１）ように、世界の投資家は、コロナショックが世界的なディスインフレの終わりとインフレ・高金利の始まりとなるかどうかの議論を続けてきた。コロナショックは、一般的には各国政府のロックダウンによる需要の蒸発（デフレ的）として理解されている。しかし、⑴バリューチェーンにおける供給ショック、⑵需要蒸発に対応する多額の財政支援、および⑶金融機関やクレジット市場への中央銀行の大量かつ集中的な資金供給を踏まえ、コロナショックが各国経済に与える影響の一つとしてインフレの可能性が議論され始めた。まず歴史を振り返り、その後、上記３点を通してインフレの可能性について考える。そして、長期投資家が(メインシナリオではないとしても)リスクシナリオとしてのグローバルなインフレと金利上昇トレンドを投資戦略に含むことを提案する。そのケースでは、1980年代以降およそ40年に及ぶインフレ期待と金利の下落が、コロナショックをトリガーとして変曲点を迎えることになる（**図表１**）。

そもそも世界的なディスインフレの始まりは、1970年代のスタグフレーションに対応するための政策論争で、1980年代以降インフレ抑制重視の考えが力を得たことにあると考える（注２）。FRBの目的は雇用とインフレの安定という二兎を追うこととされたが、実態としてはインフレを抑

図表１　米国国債（10年）利回り推移



（出所）ブルームバーグ、日興アセットマネジメント

（注１）「新型コロナ、潜むインフレリスク」、『日本経済新聞』電子版、2020年２月25日（The Economist誌２月22日付からの翻訳）。

（注２）長期投資戦略設定では、名目金利＝期待潜在成長率＋期待インフレ率＋リスク・プレミアム（ターム、流動性）とおくだろう。本稿では、過去の長期金利低下要因から潜在成長率低下とリスク・プレミアムの低下の可能性を捨象し、期待インフレ率に焦点を当てる。

©日本証券アナリスト協会　2021

制することが重視された。急激なインフレは社会的ひずみや不公正を伴って人々の生活を脅かす上、企業行動が不確実性にさいなまれて投資を減らし、需要の減少につながってしまう。そこで、FRBはじめ主要中央銀行の金融政策の役割は、主にインフレを安定させることと考えられるようになった。

その一方で、70年代のインフレの原因には石油ショックのような供給ショックだけでなく、財政政策の不必要な拡大があったと考えられた(注3)。選挙で選ばれた為政者は、有権者の歓心を買うために、小さな景気減速でも大型の景気対策を打ち出し超過需要を維持する傾向があるとみなされた。主要国で財政赤字が拡大し消費者が将来の増税を想定して消費を減らすとの懸念も生じ、景気サイクルへの政策対応を独立性の高い中央銀行に任せ、財政は社会保障などの必要経費と成長戦略などに絞る財政再建路線が強まることになった。中央銀行の役割は、景気サイクルの観点で雇用を守りつつ、インフレと戦うこととされたことも記憶に新しい。

2．供給ショックとしてのコロナショックと持続性

これまで世界的なディスインフレの一因とされてきた中国での低価格生産（相対的に低い賃金のわりに高い品質の商品を大量に供給できる）に象徴されるバリューチェーンのグローバル化現象は、今後縮小する可能性がある。コロナショックの皮切りは、世界の工場である中国の生産拠点の一時的な閉鎖だった。一時的とはいえ在庫不足による業務縮小に直面した先進国企業は、バリューチェーン見直し（国内回帰）に着手せざるを得ない。また、マスクをはじめ危機時に国単位で需要先の優先順位を決められかねない商品では、コスト高でも国内生産を政策的に優遇する必要が叫ばれる。必需品の高コストを持続的に受け入れる必要があるならば、これはインフレの誘発要因の一つになり得る。また、一般的に、パンデミックでは、労働人口や労働時間の減少が供給ショックとなりインフレ要因となるため、労働集約的な新興国での生産が停滞し世界的に物価が上がり得る。

時を同じくして、近年ディスインフレの一因としてしばしば挙げられていた、インターネットサービスの勃興は、コロナショックでいったん大きな恩恵を受けたが、米国での表現の自由制限・監視コスト発生、欧州でのプライバシー保護、また世界各地での独占禁止への圧力などから、これまでの成長スピードが大幅に低下する可能性がある。米中を中心としたテクノロジー摩擦もあって成長機会が限られる一方で、様々なコスト負担が関連企業にのしかかってくれば、少なくとも、過去の高い生産性伸び率に伴う価格押し下げ圧力は弱まるだろう。コロナショックを含むいくつかの供給ショックがインフレ環境の持続の可能性を高める。

（注３）　昭和48年度経済白書（1973年）は財政拡大が不必要だったとはしないものの、「47年度には国際収支の早期均衡回復と福祉充実への飛躍的前進が，内外緊張緩和のための切迫した課題となつており，これに対処して財政支出の積極的増加と金融の大幅緩和が推進された」が「激しい物価騰貴が社会的対立を深めるおそれが強まつている」とし、「物価安定は今後とも一貫して優先政策目標とされなければならない」と結論づけている。

3．財政出動が持続的な超過需要を生み出す可能性

一方で、景気対策としての金融政策の行き詰まりを指摘する声が、結果として財政政策への信頼感を高める。リーマンショック後のマクロプルーデンス政策の導入以来、金融政策が金利引き下げで住宅や設備投資を刺激するといった古典的役割の期待は剥げ落ち、金融システムを守ることで景気の下押しを避ける政策が重要となっていた。コロナショックではその役割をいかんなく発揮したとみてよい。しかし、金融政策はコロナショック時の需要の蒸発に直接対応することができないことも明確になった。コロナショック後の景気回復刺激において、日欧のマイナス金利深掘りは、マクロプルーデンス政策の下では金融機関の収益を損ねる（預金金利は実際にマイナスにできないという金利の非負制約は続いている）ことで矛盾となる。量的緩和は金融機関を落ち着かせることはできるが、財やサービスの需要を直接刺激するとは考えにくい。アフターコロナの状況で、金利引き下げにより景気刺激を行うことは現実的ではなさそうだ。

そもそもこの30年にわたり、主要国の中央銀行が金融政策で成長を刺激しようとして、少なくともリーマンショック後にはそれに失敗してきたとの考え方もある（注4）。企業は、中央銀行の緩和策でも需要成長をイメージできず、ROE維持のために設備投資ではなく自社株買いを行うしかないし、消費者は格差拡大を恐れて貯蓄率を高めてしまう。そうであれば、結果として金融緩和の存在意義は、財政拡張のファイナンスと位置付けられても仕方ない。

齊藤［2020］（注5）は、ゼロ近傍の名目金利が続いてきたため、貨幣需要が旺盛で長期国債と紙幣の区別もなくなり、財政ニーズを吸収したとみており、今後の展開として、「マイルドなインフレ」が生じるや否や、ゼロ金利の維持は困難となり、長期金利はゼロ水準から離陸するとした。過去の推移をみると、短期金利が0.5％を超えれば、貨幣需要が急激に縮小するが、政府債務の残高は即座に縮小できないので、物価水準が一挙に２倍強、その後金利の数パーセントの上昇で調整され得る。ハイパーインフレではないが、人々の購買力の低下によって政府負債が実質的に減るという経路となる。本稿では財政の健全性そのものについて触れることは避けるが、膨大な負債の増加を増税で賄うことは現実的ではなく、ロックダウンの便益を引退世代が多く受ける傾向から、給与上昇が期待できる現役世代のために、「為政者がインフレを選ぶ」ことは世代間移転の観点では合理的だとの指摘を引いておく（Pastor［2020］（注6））。政府は中央銀行の目標より高いインフレ率を容認するし、中央銀行もオーバーシュート・コミットメントを理由にインフレ率上昇を容認できるだろうとする。

（注４）　Morgan Stanley［2020］“The Return of Inflation,” Global Economics, May 10, 2020.

（注５）　齊藤誠［2020］「物価高騰で収束シナリオも　危機時の財政金融政策」、『日本経済新聞』経済教室、2020年６月12日。

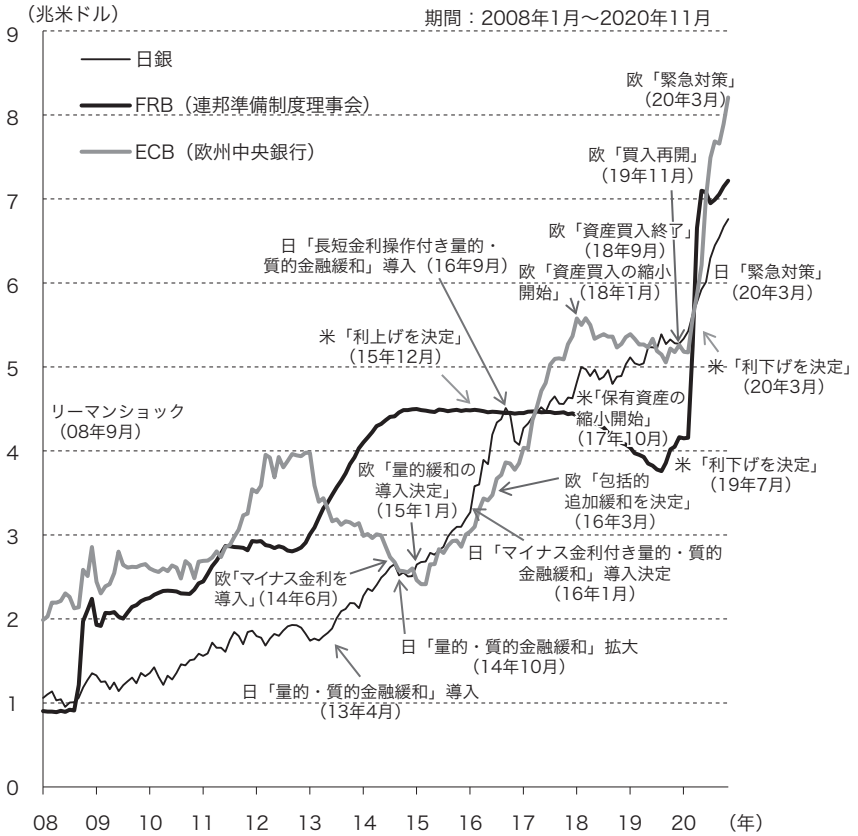
（注６）　Pastor, L.［2020］“Will COVID-19 be followed by inflation? An inter-generational transfer perspective”.
https://voxeu.org/content/will-covid-19-be-followed-inflation-inter-generational-transfer-perspective
（2020年８月６日現在）

4．中央銀行の資金供給が物価上昇を促す場合

中央銀行のインフレへのコミットメントが、貨幣量の増大でインフレ期待を惹起することにあるならば、インフレの期待に基づき企業がお金を貯めるよりも設備投資を行う、あるいは消費者が住宅購入を行う契機となるかもしれない。

これまでのところ、日米欧の量的緩和はインフレ期待のテコ入れに大きな役割を果たしたとは言いがたいのだが、コロナショック対応の大幅な資金供給（特に米国FRB）が、ついに物価上昇の刺激となる可能性は考慮に値する。資金を銀行に供給しても住宅や設備の投資になかなか回らず回転率の低下で相殺されていたようにみえたが、今後財政の過大な出動などを契機としたアニマル・スピリッツの回復があれば、個人や企業の住宅・設備投資や財・サービスの購入が活発になり、これまでの量的緩和の拡大が中央銀行の思惑通りインフレ期待につながる可能性が高まる。コロナショックは、世界的に財政と金融政策が同時に大幅に拡大した（少なくとも1980年代以来）初めての経験といえる（**図表２**）。米国FRBの金融緩和の素早さは例をみない。

図表２　中央銀行の資産総額推移



（図表注）各月末の為替レートに基づき米ドルに換算。
（出所）筆者作成

5．リスクシナリオと投資戦略

2022年までに持続的なインフレと金利上昇が起こるシナリオがメインシナリオとなるためには、財政政策の世界的な行き過ぎ、それに刺激される民間のアニマル・スピリッツの拡大、中央銀行のオーバーシュート・コミットメントによる金融緩和の継続、格差縮小的な産業構造変化や教育費補助・社会保険などの充実と労働分配率の長期的回復期待による消費意欲の高まり、安全保障の面からのグローバル・バリューチェーンの財政負担による国内回帰などの条件の多くが満たされる必要がある。Blanchard［2020］(注7)も齊藤［2020］と同様にインフレ・シナリオの可能性はあるとみているが、未来のFRBの議長がポピュリストの大統領の指名を受け、政策金利を長く低く据え置くことなど、いわば政策の非合理さが必要と想定する。

現時点で市場はこのシナリオを選んでいるとはいえず、長期デフレシナリオの可能性を織り込んでいる(注8)との指摘すらある。西村[2020](注9)は、コロナショックが「比較的短期に収まる」「やがて高インフレ」シナリオにも目を向けた上で、逃げ場のない不安が積み重なっていく危機の複合化もあり得る、との「低インフレと成長率低下の常態化」シナリオをリスクとして提示する。「少子高齢化で脆弱だった需要がコロナ禍でさらに著しい継続的な毀損と構造変化が生じている」（西村［2020］）。感染症の不安が、医療・介護の将来の支出が増加するという人々の予想につながり、現金・国債需要が続くというシナリオだ。植田［2020］(注10)は、インフレもデフレも「政策対応に問題があるケース」であるとし、政策運営の可能性は「デフレリスク側に多い」としている。日本では経験的に財政政策の早すぎる引き締めリスクがあるとの指摘(注11)もある。そもそもコロナショックは供給ショックを引き起こすが、供給ショックが需要減を伴うため、経済全体ではデフレ効果がインフレ効果を上回るとの指摘(注12)もある。本稿で検討していないが、潜在成長率が上昇しなければインフレ率も上昇しないとの考えもある。

このような反論も考慮すると、投資家は、現時点でインフレをメインシナリオにはできそうにない。それでも、投資においてのリスクシナリオと

（注７）　Blanchard, O.［2020］“High inflation is unlikely but not impossible in advanced economies,” *Peterson Institute for International Economics*, April 24, 2020.
https://www.piie.com/blogs/realtime-economic-issues-watch/high-inflation-unlikely-not-impossible-advanced-economies（2020年８月現在）

（注８）　Broeders, D., G. Goy, A. Petersen and N. de Vette［2020］“Gauging the impact of COVID-19 on market-based inflation expectations,” 19 May 2020.
https://voxeu.org/article/gauging-impact-covid-19-market-based-inflation-expectations（2020年８月６日現在）

（注９）　西村清彦［2020］「コロナ禍での日銀の役割　安全網支援へ資金供給も」、『日本経済新聞』経済教室、2020年７月28日。

（注10）　植田和男［2020］「コロナ後、デフレかインフレか」、『日経ヴェリタス』2020年８月２日。

（注11）　山口毅［2020］「日本はデフレかインフレか」、Morgan Stanley MUFG、2020年５月22日。

（注12）　Guerrieri, V., G. Lorenzoni, L. Straub and I. Werning［2020］“Viral recessions: Lack of demand during the coronavirus crisis,” 06 May 2020.
https://voxeu.org/article/lack-demand-during-coronavirus-crisis（2020年８月４日現在）

して明示的に認識することが必要と考える。Sandbu［2020］(注13) は、「財政の責任」という考え方がなくなる方向で政治が変わる可能性をみている。

インフレ時の投資戦略は、インフレが「良い」か「悪い」かによる。インフレをヘッジすることだけが目的ならば、アング［2016］(注14) が指摘するように（理論的には）短期金利商品の保有が適切となる。現金保有や固定金利を受け取る年金契約などはインフレに弱い。インフレが生産性向上に支えられる「良い」状況ならば、コロナショックの逆風が強い産業から、非接触など新環境に強い産業に人材が移り、企業の資金需要が増し、潜在成長率が高まり、金利上昇、株価上昇の可能性がある。政府の早すぎる引き締めと需要低下で企業がアニマル・スピリッツの発揮を遅らせる一方、労働市場の流動性が低い状態にとどまれば、「悪い」インフレとなり、その場合、金利上昇と株価低迷の恐れがある。この場合、株式投資よりも身を低くしてオーバーナイト金利で購買力を維持する努力に徹することが選ばれる。

（注13）　Sandbu, M.［2020］「財政責任論、コロナで幕」、『ファイナンシャル・タイムズ紙』、2020年８月５日（『日本経済新聞』2020年８月21日訳出）。

（注14）　アンドリュー・アング［2016］『資産運用の本質』、金融財政事情研究会、2016年。