

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フレーションの終わり、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、(1)バリューチェーンにおける供給ショック、(2)需要蒸発に対応する多額の財政支援、および(3)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フレーションの始まりは、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。