



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

新たな局面を迎えるインフレと金融政策



2021年9月13日



ダレン・ウィリアムス

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル・エコノミック・リサーチ・ディレクター



ガイ・ブルーテン

アライアンス・バーンスタイン・オーストラリア・リミテッド
アジア太平洋 チーフ・エコノミスト



足元の環境では中央銀行が価格安定を愚直に目指すという金融政策の基本が揺らいでいる。政策立案者は、物価よりも他の「より差し迫った懸念事項」に焦点を当て始めている。また、インフレ情勢も大幅な変化を見せている局面だ。過去の事例から、今後のインフレに関する大きな流れを考察してみたい。

「独立した中央銀行」という考え方は、政治的な圧力から切り離された金融の専門家によって金融政策が決定されるというもので、金融市場における政策決定方法における重要な考え方の1つとなっている。しかし、中央銀行とて完全に何のしがらみもなく活動できるわけではなく、結局は社会の目標達成にどれだけ貢献したかで中央銀行も評価をされることになる。1970年代の高インフレの後、中央銀行のメッセージは非常にシン

プルで、インフレ率をとにかく低く抑えることだった。中央銀行の「独立性」は、この目標を達成するための政治的な構造としての確に機能した。

今日においては、このタカ派的なインフレのメッセージでは中央銀行の責務は務まらない。政府はパンデミックによる経済的ダメージを修復し、不平等と戦い、気候変動を緩和するために莫大な投資を行い、戦時を除けば最高水準に達した債務を管理しようとしているためだ。このような変化の中で、中央銀行はどのような政策バランスをとっていくのか。物価を低く抑える目標のプライオリティが下がることで、物価の状況はかつての1970年代の高インフレへ時代のようなものに戻っていくのだろうか？アライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）は必ずしもそうではないと考えている。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2021年9月1日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

今後のインフレ局面で実現しうるシナリオ

第二次世界大戦後、世界のインフレには3つの異なる局面があった。日本が経験したデフレは4つ目の局面となる(図表)。

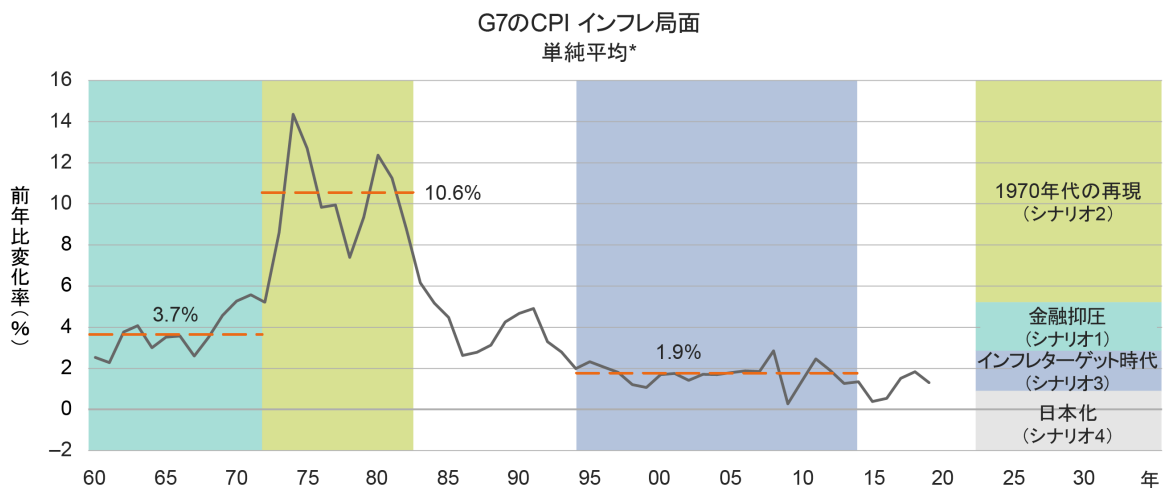
1. 第二次世界大戦直後は、政府が財政政策を駆使して積極的に政策目標を追求し、金融抑圧とインフレ許容を織り交ぜて政府債務の削減に努めた時代となる。

2. 1970年代はインフレ率が2桁に急騰した。

3. 1990年代初頭に始まったインフレターゲット時代は、中央銀行の独立性、インフレ目標の導入、インフレを安定させる目標(年間インフレ率2.0%)の達成などが行われた。

4. インフレ率がゼロ付近で推移し最低限の経済成長にとどまる、いわゆる「日本化」現象。

【図表】 インフレターゲットの黄金時代は終わった
今後は金融抑圧の可能性が最も高い



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
*G7は米国、日本、ドイツ、フランス、イタリア、英国、カナダ
2019年12月31日まで
出所:ヘイバー・アナリティクス、AB

巨額の債務と向き合う現在は、高インフレ政策が採られる可能性が高い

インフレターゲットが機能した時代(シナリオ3)が終わりつつあると私たちが考えているのは、さほど驚くことではない。物価上昇をこれまでもたらしてきた多くの要因が変化しており、インフレ率が2.0%程度にとどまると、現在の債務水準を管理するのに十分な金融抑圧を行うことも非常に困難になる。

ABでは、各国が巨額の債務管理を行わなくてはならない状況により、「日本化」現象は広がらないと見通している(シナリオ4)。各国がマイナス金利政策の利用を拒否し続ける中で、ゼロインフレ・低成長の世界に陥れば、巨額の債務を管理するのは困難な作業となるからだ。さらに、日本社会が持続的なインフレと経済の停滞に対処できた理由として、結束力のある社会構造と比較的低レベルの社会的不平等の維持があったが、日本以外の民主主義国においても同様の環境を保て

るかは疑わしい。ポピュリズムが台頭すれば、この点の政治的課題はさらに大きくなるだろう。

すると、残るのは2つの高インフレのシナリオだ。2桁のインフレ(シナリオ2)は社会に対しても破壊的で、政策として支持もされない。また、高水準のインフレが進行した場合に有効な対処手段も少ない。しかし、世界が次のインフレ局面に移行する際に、インフレ率が一時的に非常に高い水準にまでオーバーシュートする可能性はもちろんある。

したがって、これからの時代に最も適したアプローチは、第2次世界大戦後と同様のシナリオだ(シナリオ1)。当時も現在と同様に、財政政策が優位に立ち、政府がより広範な目標を追求し始めたため、インフレの抑制は目標としての優先順位が低下した。また、当時も政府債務の処理のために金融抑圧が広く行われていたが、米連邦準備制度理事会(FRB)のアーサー・バーンズ元議長「金融抑圧が債務の清算に最も成功するのは、安定したインフレを伴う場合である」*と1979

年に指摘している[†]。現在、多くの中央銀行がインフレの目標と設定する水準は低く、社会がより広範な目的を追求し始めたときにインフレは「許容できるコスト」とみなされる。

政策の選択がインフレの結果を左右する

では、戦後のシナリオ(シナリオ1)を想定した場合、中央銀行自身が新しい緩やかな高インフレ体制を達成するような政策をとることになるだろうか？ ABではその可能性は低いとみている。

何人かの著名なエコノミストがより高いインフレ目標の必要性を説いている。FRBは新しい平均的なインフレ目標戦略を採用しているが、それは依然として長期的なインフレ期待に焦点を当てたものである。しかし、FRBのインフレ政策の優劣をもって実際にインフレが起こるかを予想するのはあまり有効ではない。歴史的に見ても、意図的に物価水準を上昇させようとして実際に高インフレになった例などほとんどないからだ。むしろ、政策立案者が他の目標を追求した結果、副作用としてインフレが発生したケースがほとんどで、今後も同じようなことが起こると思われる。

1960年代、1970年代と同じように、アーサー・バーンズ氏が言うところの「哲学的、政治的潮流」の変化に中央銀行が巻き込まれないようにすることは困難であると思われる。中央銀行側も政治的な風向きも意識して対応することで、世界経済の舵取りを行うゲームに参加し続けたいという誘惑は大きいだろう。

これから世界経済に訪れるメガ・トレンドは、1970年代に出現した2桁のインフレ環境をそのままコピーしたものにはなりそうにない。それよりも、第2次世界大戦から1960年代までの金融抑圧時代に似たものになる可能性が高い。しかし、今日の世界には、当時とは明らかに異なる要素がいくつかあり、特に、戦後間もない頃の経済成長は、現在よりもはるかに高かった点が異なる。このため、政策はこれに見合った調整をすることが必要で、例えば、債務残高／国内総生産(GDP)比率を下げるためには前回の金融抑圧時代よりも金利を低くし、インフレを高める必要がある。このような不愉快なロジックにより、足元の政治的な状況とそれに伴う政策の選択がより高いインフレへの扉を開くことになるだろうという確信につながる(以前の記事『[Will Policy Changes Open the Door to Higher Inflation?](#)』(英語)ご参照)。

* Carmen M. Reinhart and M. Belen Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt" (working paper, International Monetary Fund, 2015)

† The Anguish of Central Banking, 1979

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

+ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

+ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。