

事前の書面による許可なく複製はできません。  
巻末の全てのリスク開示をご参照ください。

Insight  
INVESTMENT

# 新型コロナウイルスは インフレ封鎖に終止符を打つ可能性が高い

2020年5月

> 新型コロナウイルスによって世界は景気後退に陥りましたが、より長期的には、この危機は低インフレ時代の幕引きの種を蒔くのではないかと考えています



# 要旨

短期的なインフレ見通しは問題ない模様だが、 新型コロナウイルスは世界を変えた.....	3
長期的にインフレ率の上昇に繋がり得る5つのトレンド.....	3-5
1. 脱グローバル化の時代は恐らく既に始まっている	
2. テクノロジーを巡る冷戦が起ころうとしており、他の重要セクターへも拡大が予想される	
3. 社会的距離が利益率に影響を及ぼす	
4. 低コスト労働力の移住はより困難になり得る	
5. 近年と異なり、利益率を立て直すのは値上げかもしれない	
ポピュリズムは政策リスクを高める.....	6
• 政治的变化がかつてない速さで起きている	
• 政府の債務を実質的に貨幣化する政策、或いは需要を急速に拡大させる政策は、 歴史的にインフレ誘発的な性質を持っていた	
中央銀行にインフレ抑制を頼ることはできない.....	6-7
• 世界の中央銀行にインフレ再燃への対抗に必要な困難な決定を下す覚悟および備えがあるのか疑問である	
投資家にできること.....	8

市場の短期的なフォーカスが新型コロナウイルスの感染拡大対策による経済成長への当座の影響であったことは無理からぬことです。低インフレに慣れた今の世界で各国の中央銀行が心配しているのは、インフレの急上昇ではなく、インフレが低過ぎる水準に止まることです。しかしより長期的に見れば、最近の出来事は低インフレ時代の幕引きの種を蒔くのではないかと当社は考えています。

## 短期的なインフレ見通しは問題ない模様

今のところ、新型コロナウイルスとその副産物である経済危機は、インフレは休止状態にあると考える理由をまた一つ投資家に与えました。世界経済は「急停止」を経験し、その結果生じた景気後退は、世界的金融危機の時より深くなる可能性もあります。尤もなことです。投資家は当座のインパクトと失業を含む余剰生産能力の急増に着目し、将来的なインフレ水準に問題があるとすれば、むしろ低すぎることではないかと懸念しました。

こうした見方を補強しているのは、世界的に10年以上もインフレが発生していないことです。これは市場心理に深く組み込まれた模様で、主要国の国債市場の価格設定は、こうした状況が遠い将来も当てはまると推定していることを示唆します。多くの長期国債の利回りは、中央銀行がこの先何十年間もインフレ目標を達成できない場合にのみ合理的な水準です。

今やインフレは構造的に低いというこの確信が、緩和的な金融政策と巨額の量的緩和プログラムの展開を可能にしました（図1参照）。

## しかし新型コロナウイルスは世界を変えた

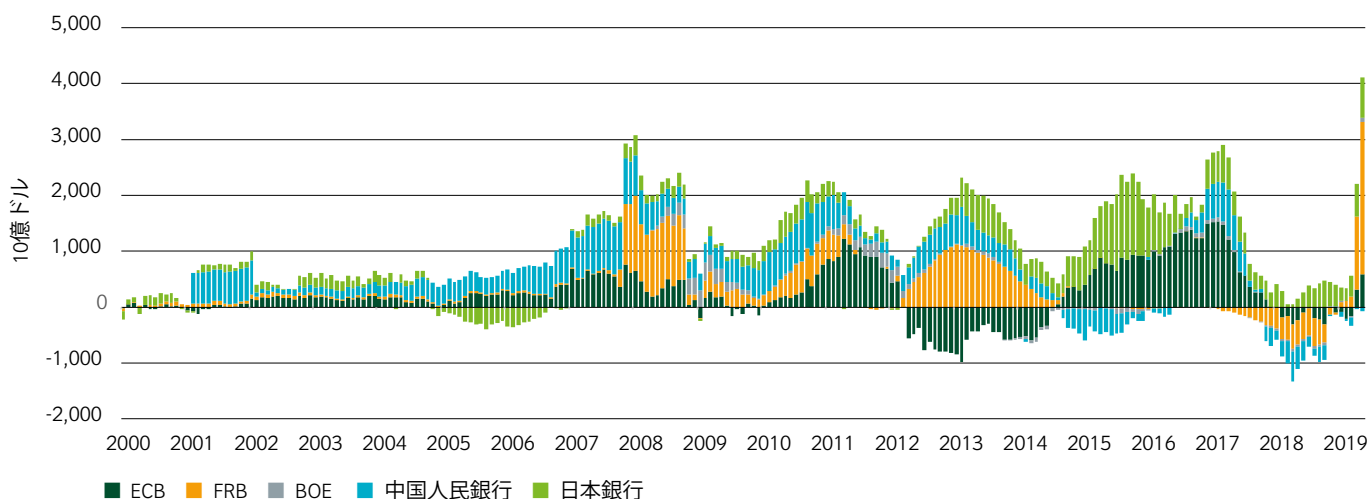
短期的な見通しは問題無いようですが、この数十年間インフレ抑制的に働いたトレンドの幾つかが反転しつつあることは注目に値します。

### 脱グローバル化の時代は既に始まったと思われる

現在の危機の開始以前にも、米政権が企業に国内生産を優先させるためのインセンティブとして関税を利用する等、既にグローバル化の再評価は進行していました。それは部分的に成功したものの、単に関税の主要ターゲットである中国から生産コストの低い他の国へ生産を移転しただけの企業もありました。

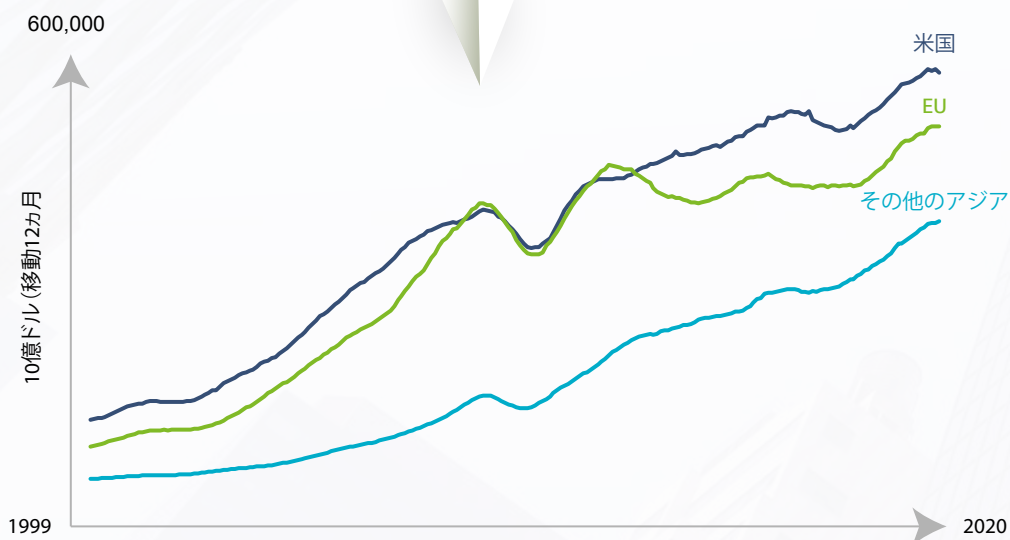
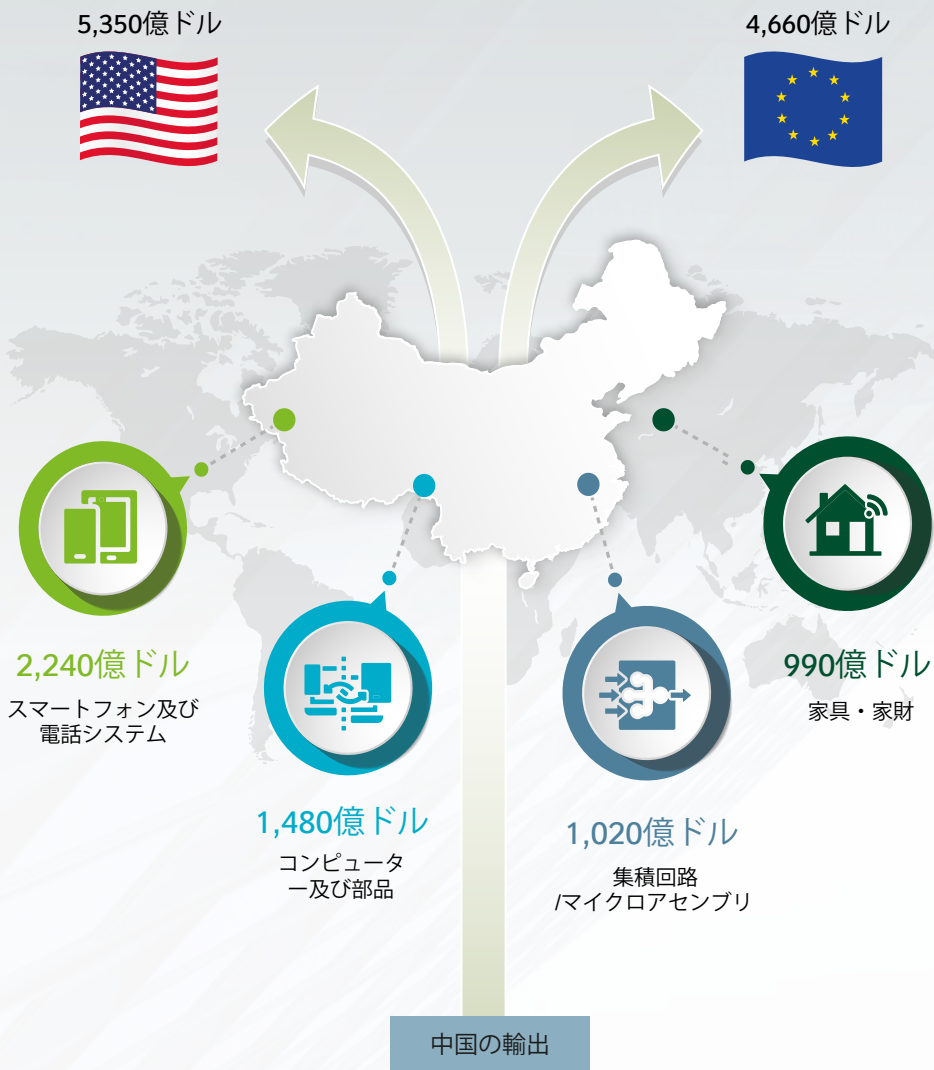
企業は、最近の出来事やグローバルサプライチェーンが急速に崩壊したことに鑑みて、自社の生産モデルに疑問を持つ可能性が高いでしょう。グローバルに広がったジャストインタイムのサプライチェーンの低コストと効率性は、ショックに対して非常に脆弱であることが示されました。新型コロナウイルスは、企業を戦略変更に駆り立てる上で関税より遥かに効果を発揮するかもしれません。新型コロナウイルスはグローバルイノベーションに対する止めの一撃になるかもしれません。

図1：中央銀行の資産購入は前例の無いペース<sup>1</sup>



<sup>1</sup> 出所：インサイト及びブルームバーグ。データは2020年4月30日現在。主要中央銀行のバランスシートの移動12ヶ月間の増減。

世界は低コストでの重要製品の生産を中国に頼っています。この関係が終われば、その後にインフレが発生するかもしれません



出所：インサイト及びブルームバーグ。データは2020年4月30日現在。数字は全て米ドル表示。



サプライチェーンの短縮化、国内生産に伴う人件費の上昇、より高い在庫水準を維持する必要性及び最低生産コストが資源配置の主たるドライバーではなくなることは、いずれもインフレ誘発的に働く可能性が高いでしょう。

テクノロジーの冷戦が起ころうとしており、他の重要セクターへの拡大も予想される

新型コロナウイルスの脅威が鎮静化すれば、政治の焦点はこの危機の最初の数週間をより詳しく調査することにシフトする可能性が高いでしょう。そして米中の対立の高まりは、世界中の国や企業にどちらにつくか選択を迫るかもしれません。今後重要分野においては、コストが政府契約の割り当てにおける最も重要な要素ではなくなり、政府が国内の新たなトップ企業の利用を奨励する可能性が高いでしょう。コロナ危機前であったにも関わらず、重要なテクノロジーに関するインフラの構築に中国製技術の使用を認めることに顕著な不安が示された5Gモバイルのインフラに関する論争は、今後起こることの兆兆かもしれません。危機においては基本的な医薬品やヘルスケア製品が入手できなくなり得るという新たな認識は、この論争をテクノロジー以外にも広げ、一部の国々が重要製品において支配的地位を占めているという事実を問題視させる可能性が高いでしょう。

規制当局による監視の強化は、そうした変化を実現させ、特にグローバルなテクノロジー企業、製薬会社及び消費財メーカーのサプライチェーンに更に干渉する可能性が高いでしょう。スマートフォン等の高付加価値製品の多くが中国等のアジア諸国の安価な生産・組み立てに依存している現在、地域的な対立が明確になれば、多くのビジネスモデルの根本的な変更につながるかもしれません。

社会的距離が収益率に影響を及ぼす

世界の人々がやがて仕事に復帰するにつれ、社会的距離の長期的な影響がより明確になるでしょう。リモートワークとオンラインショッピングへのシフトが、更に深く普通の生活の一部となったことはほぼ確実でしょう。現段階では、企業が従業員一人当たりのオフィススペースを恒常的に増やすことを余儀なくされ、「ホット・デスクング（ワークスペースの共有）」等のコスト節減策の多くも従業員にとって受け入れ難いものになるのか、或いは在宅勤務の従業員が増え、その逆が起こるのかは明白ではありません。一度に入店できる買物客の人数制限やレストランのテーブルの間隔の拡大等の要素は企業の利益率に影響し、価格を押し上げる可能性が高いでしょう。

旅行業等の一部の業界は、より深刻な影響を受けるかもしれません。フライト前の健康チェック、免疫パスポート及び人間同士の接触を減らすための更なるテクノロジーの利用は、全てコストを伴います。同時に、鉄道車両或いは飛行機の定員が削減され、運賃引き上げが十分な売上を上げる唯一の方法となる可能性が高いでしょう。

低コスト労働力の移住はより困難になり得る

出稼ぎ労働者が都市封鎖で帰国できなくなるリスクがあれば、農業やホスピタリティ業界等にとって、短期間母国を離れるように彼らを説得することはより難しくなるかもしれません。また、政府がそうした移動を思い止まらせようとするかもしれません。英国やスペイン、イタリアのように、農業セクターが季節労働者に大きく依存している国々では、国内労働者の調達が高くつくかもしれません。

近年と異なり、利益率を建て直すのは値上げかもしれない

上記の問題がいずれも利益率を圧迫することは明白です。その一方で、それらが消費者の懸念を緩和するための措置と捉えられれば、都市封鎖の心理的余韻が価格上昇の転嫁を相対的に容易にするかもしれません。都市封鎖を切り抜けた世界では、より広いスペース或いは地元産の商品に対するプレミアムが標準になるかもしれません。それは将来ウィルス感染の波が発生する度に消費者の行動により深く定着すると思われる。



## ポピュリズムは政策リスクを高める

---

このグローバル化の後退とナショナリズムの高まりは、生産性の伸びの低迷や格差拡大と同時期に起きており、社会的緊張の増大をもたらしています。これらは長期的トレンドを反映した変化ではあるものの、ポピュリスト政党の台頭は過去10年間に急速に加速しています。そして、それは二つの重要な出来事、すなわちソーシャルメディアの普及及び世界的金融危機と重なっています。どちらの現象も、新たな政党やリーダーによる急速な政治的影響力の獲得を可能にし、多くの国で政治情勢の様変わりに繋がった可能性が非常に高いと思われます。

危機が新たな、より過激な政党の台頭に繋がることは新しい現象ではありませんが、現在の変化のスピードはこれまでに無かったものです。主流政党や国際的な組織に対する信頼の欠如は、疑問を投げかけられることなく、より過激で非伝統的な政策を提出できるようにし、リスクを増大させます。それどころか、ポピュリスト的指導者たちに内在する危険性は、リスクを歓迎する失望した有権者に対する彼らの魅力をむしろ高めることができます。リスクは、そうした人々に失ったものを取り戻すチャンスを与えるからです。政府の債務を実質的に貨幣化する政策、或いは需要を急速に拡大させる政策は、歴史的にインフレ誘発的な性質を持っていました。



世界の中央銀行にインフレ再燃への  
対抗に必要な困難な決定を下す能力が  
あるのか、今や疑問です



## 中央銀行にインフレ抑制を頼ることはできない

---

世界的な金融危機以降、インフレのみをターゲットとする中央銀行の決意は徐々に薄れていきました。インフレ目標は拡張され、失業やより広範な経済的要素が含まれるようになりました。中央銀行と政府の政策の境界線も、量的緩和の導入により不鮮明になりました。今や金融政策の調節は、長期インフレ率を睨んでというより、拡張的な財政政策のために便宜を図り、サポートするためであると言えるでしょう。かつて一国の債券市場に対する市場の信認を左右した中央銀行の独立性は、今では、長期的なファンダメンタルズが何の関りもない支配的な買い手に直面する市場の供給不足に関する論争にとって代わられました。**世界の中央銀行にインフレの再燃への対抗に必要な困難な決定を下す能力があるのか、今や疑問です。**インフレに低成長と高い失業率が伴えば尚更です。

図3：中央銀行のバランスシートが拡大するにつれ、中央銀行と政府の政策の境界線はぼやけつつある<sup>2</sup>



債務負担の増加に直面した政府はインフレ率の上昇を歓迎するかもしれない。中央銀行の独立性が次第に疑わしさを増す現在、一部の政治家にとって一定期間のインフレ率の上昇は、実は歓迎されざるものではないかもしれません。多くの政府の債務状況は、今後数か月間に劇的に変わる可能性があります。大規模な財政刺激策の最中に、経済活動の低下により歳入は減少します。米国では、コロナ危機の発生前から既に財政赤字は高水準でした。ウィルスが封じ込められ、経済活動が急速に回復するシナリオにおいても、多くの国で今後数年間債務のGDP比率は著しく高まるでしょう。多くの政治家にとって、再度の緊縮財政の局面は受け入れ難い可能性が高く、債務の価値を損なう一定期間のインフレの方が許容しやすいかもしれません。

#### 別働隊による政府債務の貨幣化

現段階では、主要中央銀行は政府が今後数年間の財政赤字の補填に発行しなければならない債務を全て購入できるだけのバランスシートの拡大を実施する用意があるようです。全ての中央銀行が資産購入プログラムを再開または拡大しました。

量的緩和は、世界的金融危機の後に一時的な措置として導入されましたが、今では実質的に政府債務の貨幣化に発展しています。限定的、漸進的な債券購入プログラムが、無制限の「衝撃と畏怖」の政策へと発展し、社債や日本では株式にさえ拡大しました。過去に政府が債務を貨幣化した際は、その後必ずインフレが発生しました。将来、私たちは今日の中央銀行の資産購入を振り返り、何故それが債務の貨幣化と見做されなかったのか不思議に思うかもしれません。



量的緩和は、世界的金融危機の後に一時的な措置として導入されましたが、今では実質的に政府債務の貨幣化に発展しています



<sup>2</sup> 出所：インサイト及びブルームバーグ。データは2020年4月30日現在。米国のGDPに対するFRBのバランスシートの比率。



## マネーサプライを注視すべき

量的緩和の作用はよく理解されていません。その理由の一つは、金融政策の標準的なモデルによれば、量的緩和は機能しないからです。量的緩和は、世界的金融危機を受け、政府の積極的な財政緊縮と銀行のレバレッジ解消を背景に導入されました。中央銀行のバランスシート拡大が創出したインフレ誘発的な刺激は、その他の領域における強力なインフレ抑制的力を相殺しただけで、マネーサプライは殆ど増えませんでした。今回の新たなバランスシート拡大の背景は大きく異なります。政府は現在、非常に積極的な財政拡大を追求しており、銀行システムは当時より資本基盤が強く、融資には政府保証が付き、銀行は盛んに貸出を奨励されています。**これは、広義のマネーサプライの伸びを加速させる可能性があります。歴史的には、それはインフレ率が上昇する前兆でした。**

## 結論

現在の資産価格の構造全体が、インフレは（そして当然の帰結として金利も）長期にわたり低水準に止まるという期待によって支持されているようです。多くの長期国債市場で獲得できる利回りは、中央銀行が平均して一世代にわたりインフレ目標を達成できない場合にのみ合理的な水準です。そして、低利回りは株式や不動産等の他の資産市場に影響を及ぼし、相場を押し上げます。

従って、予想外のインフレ率の上昇は、投資家が最も固い決意をもって警戒すべきものです。見方が変化し、その結果、中央銀行の政策が制約されれば、資産価格に広範囲に及ぶ影響を与える可能性があります。

一つ重要になるのは、将来的にインフレ期待がどの程度抑制されているかでしょう。日本の中央銀行は非伝統的な金融政策の実施の最先端にあり、何度かの財政拡大を経て、債務の対GDP比率は高水準です。一部の人が日本の現状とインフレ圧力の無さを目にして、他の主要中央銀行も同じ道を辿っているに過ぎないと考えるのは無理もないことです。しかし日本は、インフレ抑制的に働く人口動態に起因する深刻な諸課題にも直面しており、それらはインフレ期待の自然の安定装置として機能します。他の主要国で人々が、インフレを制御するために必要な措置を取る中央銀行の能力に信頼を失えば、インフレ期待は現在想定されているよりも急速に上昇する可能性があります。時には、当時明白であったはずの警告のサインが、後になって初めてはっきり見えることもあります。

## 投資家にできること

2020年を過ぎたら、予想外のインフレ率の加速に対する防衛策を講じるべき明確な理由があると当社は考えています。

信用力の高い国債は、株式リスクを分散するための伝統的な手段ですが、インフレが加速した場合、長期の名目債は歴史的に最も保有に適さない資産の一つでした。

しかしインフレ連動債は、国債への投資を可能にしながら、クーポンと元本の支払いは長期インフレ率に連動しています。仮にインフレ率が予想を上回っても、投資家のインカムと元本は守られます。

## 寄稿者



デイビッド・フッカー  
シニア・ポートフォリオマネージャー、債券



サイモン・ダウン  
シニア・ライター





//

従って、予想外のインフレ率の上昇は、  
投資家が最も固い決意をもって  
警戒すべきものです

見方が変化し、その結果中央銀行の政策  
が制約されれば、それは資産価格に広範  
囲に及ぶ影響を与える可能性があります

//

## IMPORTANT INFORMATION

### <投資信託に係るリスクについて>

投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、金利の変動等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

又、投資信託は、個別の投資信託毎に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ので、ご投資に当たっては各投資信託の投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

### <投資信託に係る重要な事項について>

- 投資信託によっては、海外の証券取引所の休業日等に、取得、換金の申し込みの受付を行わない場合があります。
- 投資信託によっては、クローズド期間として、原則として換金が行えない期間が設けられていることや、1回の解約金額に制限が設けられている場合があります。
- 分配金の額は、投資信託の運用状況等により委託会社が決定するものであり、将来分配金の額が減額されることや、分配金が支払われないことがあります。

### <投資信託に係る費用について>

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書（交付目論見書）等をご覧ください。

- 申込時に直接ご負担いただく費用・・・申込手数料 上限3.5%（税抜）
- 換金時に直接ご負担いただく費用・・・信託財産留保額 上限0.70%
- 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限 年率1.87%（税抜）
- その他費用・・・上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。

※上記費用の総額につきましては、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

※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、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する夫々の費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、夫々の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に良く投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

### 重要事項

本情報提供資料は、インサイト・インベストメント・マネジメント（グローバル）リミテッドが提供する情報を基に、BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社が作成したものです。

当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。

当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNYメロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第406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、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

14999-06-20





