

# インフレーションとディスインフレーション： 議論の再燃

## インフレーションとデフレーション：議論の再燃

2021年1-3月期にはインフレ、あるいは少なくともその可能性が再び注目された。新型コロナウイルスに対するワクチンに関する良いニュースを受け、2020年11月以降、世界中でインフレ期待（ブレイク・イーブン・インフレ率<sup>1</sup> = 10年利付債と10年物物価連動債との利回り格差）が高まっているほか、中・長期国債の利回りも上昇している。昨年発行したレポート「Beware of Inflation」<sup>2</sup>では、より広範なインフレの可能性について述べた。

本レポートでは、一歩下がって、インフレ論争の二面性を認識し、ポストコロナの世界における経済環境およびインフレの振れ幅拡大に対する理解を深めることを目的とする。ポートフォリオ構築では、ベースシナリオのみを想定するのではなく、テールリスク（発生確率は低いですが、発生すると大きな損失をもたらすリスク）を適切に考慮することも重要である。

インフレなどの経済現象に対する見通しを考える際、特にポストコロナの世界では、簡単に答えが出ることはない。パンデミックの長期的な影響が完全に理解されるにはしばらく時間がかかるだろう。マーサーでは、インフレ派とデフレーション派との間で終わりのない議論が繰り返されており、両陣営ともに説得力のある主張をしている。

本レポートでは、今後3年から5年の間に起こるインフレまたはデフレーション（インフレ率の低下を意味し、インフレ率がマイナスとなるデフレとは異なる）の主な要因となると思われる4つのテーマについて、両陣営の意見をまとめた。本レポートは、投資家が考慮すべきほぼすべての要素に不確実性が内在していること、そして、ベースシナリオだけでなく、テールシナリオも想定してポートフォリオを構築することが賢明である理由を気づかせてくれるだろう。

---

<sup>1</sup> ブレイク・イーブン・インフレ率とは、市場が予想するインフレ率を意味し、同一満期の名目債とインフレ連動債との利回り差によって算出される。名目債は予想インフレ率を織り込み、インフレ連動債は実績インフレ率に基づいた収益を投資家に還元するため、両者の差が特定の満期における市場参加者の予想インフレ率を反映する。

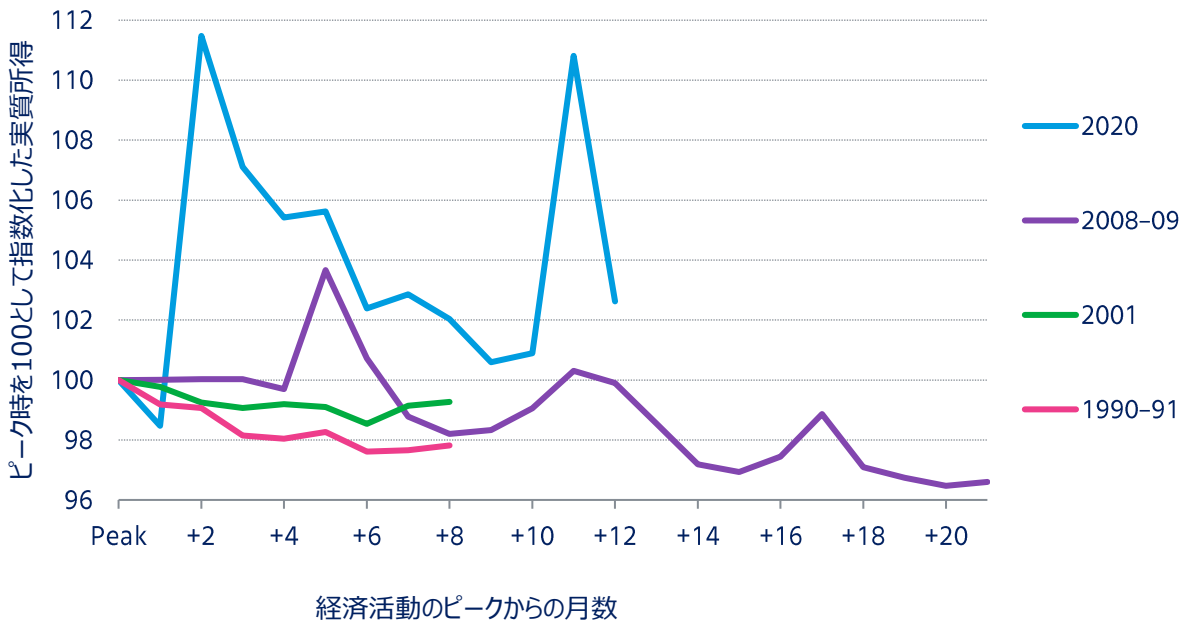
<sup>2</sup> Mercer. *Beware of Inflation: Assessing Risks and Investment Implications*, July 2020, available at <https://www.mercer.com/content/dam/mercer/attachments/global/gl-2020-investmentforums-london-agenda-beware-of-inflation.pdf>

## テーマ 1：新型コロナウイルスの余波

### インフレ派の主張：自由な生活への回帰

この1年以上、新型コロナウイルスの感染拡大の影響から、多くの人々の余暇活動が制限された。一方、過去の不況とは異なり、多くの国では家計所得が維持された。これは、感染の影響を受けた家計（影響を受けなかった家計も含む）がやりくりできるような所得支援制度があったためであり、米国では実際に借入の返済、もしくは、貯蓄の増加が見られた。

図 1：不況時における米国の実質個人所得



出所：米国商務省経済分析局および全米経済研究所。2021年2月28日時点。

ワクチン接種を受けた人々の割合が増え、経済が再開すれば、人々は好きなことや社会的な交流を楽しみたいだろう。事例証拠として、昨年10月、カンタス航空が販売した「どこでもない場所への観光フライト」がある。同フライトは、シドニーから往復7時間で、再び飛行機に乗りたいと願う150人の乗客を乗せて離陸した。フライトのチケットは10分で完売し、カンタス航空の歴史上、最も早いスピードでの完売となった。<sup>3</sup> 台湾および日本の航空会社も同様のフライトを提供し、シンガポール航空は着陸したジェット機の中で機内食まで提供した。<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Asaf S. "Qantas Flight to Nowhere Sells Out in 10 Minutes," *Business Traveller*, September 22, 2020, available at <https://www.businesstraveller.com/business-travel/2020/09/22/Qantas-flight-to-nowhere-sells-out-in-10-minutes/>.

<sup>4</sup> Hosie R. "Singapore Airlines has cancelled its proposed 'flights to nowhere' after criticism from environmental campaigners," *Business Insider*, October 1, 2020, available at <https://www.insider.com/singapore-airlines-drops-flights-to-nowhere-after->

家計に余裕ができたことで、人付き合い、旅行、および、対面での娯楽を楽しみたいという欲求が再び高まり、第二次世界大戦後には見られなかった繰延需要の波が押し寄せてくることが予想される。サービス提供者は、消費者の要望に応えようと躍起になるだろう。しかしながら、一晩で供給能力を回復させることは難しく、短期的には需要が供給を上回り、特定の業種における価格を上昇させる可能性がある。人々の期待がいつ変わるかにもよるが、少なくとも 2021 年のインフレ率を上昇させる要因となるだろう。

## デフレーション派の主張：慢性化する新型コロナウイルス

しかしながら、その反発は、本当にそれほど力強く、急速なものだろうか？

ワクチンの普及によってウイルスに対する脅威が消滅するという仮定は、広く受け入れられており、望ましいものではあるが、欠陥もある。集団免疫を獲得するためには、世界の人口の大半によるワクチン接種が必要であることが分かっている。英国のような最もワクチン接種に積極的な国であっても、人口の 80%程度しか接種を希望しておらず、<sup>5</sup> フランスのような国にあっては 60%以下にとどまっており、これでは集団免疫の獲得には不十分な可能性がある。

今年の夏までに全国民が少なくとも 1 回目のワクチン接種を終えられそうなのは、米国、英国、および、いくつかの小国に限られており、残りの国は引き続きウイルスの脅威に晒され、行動制限などの規制が導入されている。また、頻繁に引用される 90~95%というワクチンの有効率は頼もしいものだが、すべてのワクチンが同様の有効性を発揮する訳ではなく、最近確認された変異種に対しては有効性がさらに低下する可能性がある、と多くの人が考えている。したがって、新型コロナウイルスの脅威は未だ存在しており、多くの人々、特に購買力のある高齢者層が通常的生活へと回帰するのを躊躇させ、失望を招き、その後、継続的な恐怖をもたらすには十分であるかもしれない。同様の理由で、公的機関は、特に海外旅行に対して、一定の制限をかけ続けるだろう。このことは、「再開の宴」が想定よりも遅れる可能性があることを示唆している。<sup>6</sup>

上述のような行動制限および規制が一時的なものであると仮定しても、新興国市場においてはスキルの破壊により、また、先進国市場においては多額の負債により、成長トレンドに長期的な打撃が与えられた可能性がある。公式に発表される失業率も依然として高位ではあるが、仕事を探すことをあきらめた人々を表す労働市場参加率の低下を見れば、さらに高い非公式の失業率が隠されていることが分かる。<sup>7</sup> これらの労働者の多くは、新型コロナウイルスによって加速された技術革新による影響を受け、永久的に職を失い、所得支援も短期間で打ち切られている。技術革新により、低賃金の非熟練労働者の仕事、および、一部の高賃金の仕事までもが容易になくなってしまふ事実が明らかとなっ

---

[environmental-concerns-2020-10#:~:text=Singapore%20Airlines%20has%20scrapped%20its,land%20at%20Singapore's%20Changi%20Airport](#)

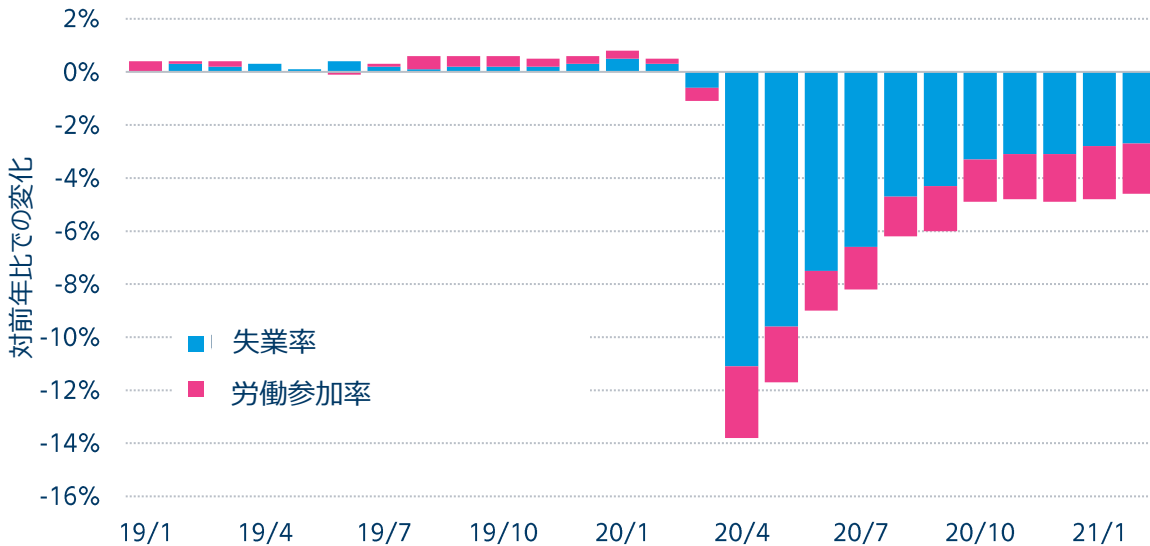
<sup>5</sup> Alford J. "Confidence in Coronavirus Vaccines Is Rising Globally, Survey Suggests," February 4, 2021, available at <https://www.imperial.ac.uk/news/214074/confidence-coronavirus-vaccines-rising-globally-survey/>.

<sup>6</sup> 再開の宴が長続きしない理由は他にもある。最初に大規模な消費を行った後、消費者は 1 年をかけて家や裏庭をよりプライベートな娯楽空間へと作り変え、再び巣籠りへと戻る可能性がある。

<sup>7</sup> 当然のことながら、定年を迎えた人々は自然に労働力の計算から除外されるため、人口動態的な要素も影響してくる。

た今、家計が、これまでのように無計画に支出し、将来の不況時において政府からの援助をあてにするといった行動をとる可能性は低いだろう。むしろ、債務を削減し、高い貯蓄率を維持する可能性の方が高いと思われる。需要の低迷およびアニマルスピリットの欠如により、デスインフレ環境に陥る可能性がある。

図 2：米国雇用者数の対前年比での変化



出所：ブルームバーグ。2021年2月28日時点。

## テーマ 2：技術革新がもたらす破壊

**デスインフレ派の主張**：第 4 次産業革命が、生産、労働、および、購買行動に革新をもたらす

テクノロジーの進歩が、生産、消費、および、購買活動に革新をもたらしたペースには、目を見張るものがある。テクノロジーは生産性を向上させる — 換言すれば、1 時間当たりの労働投入量が同じであれば、より多くの財の生産を可能にする。こうした生産性の向上は、インフレ関連の統計にも十分には反映されていない。<sup>8</sup> 1960 年代、VHS プレーヤーは、およそ 3 万ドル（現在の貨幣価値でおよそ 26 万ドル）<sup>9</sup>で販売されていた。映画のレンタルがようやく大衆化し

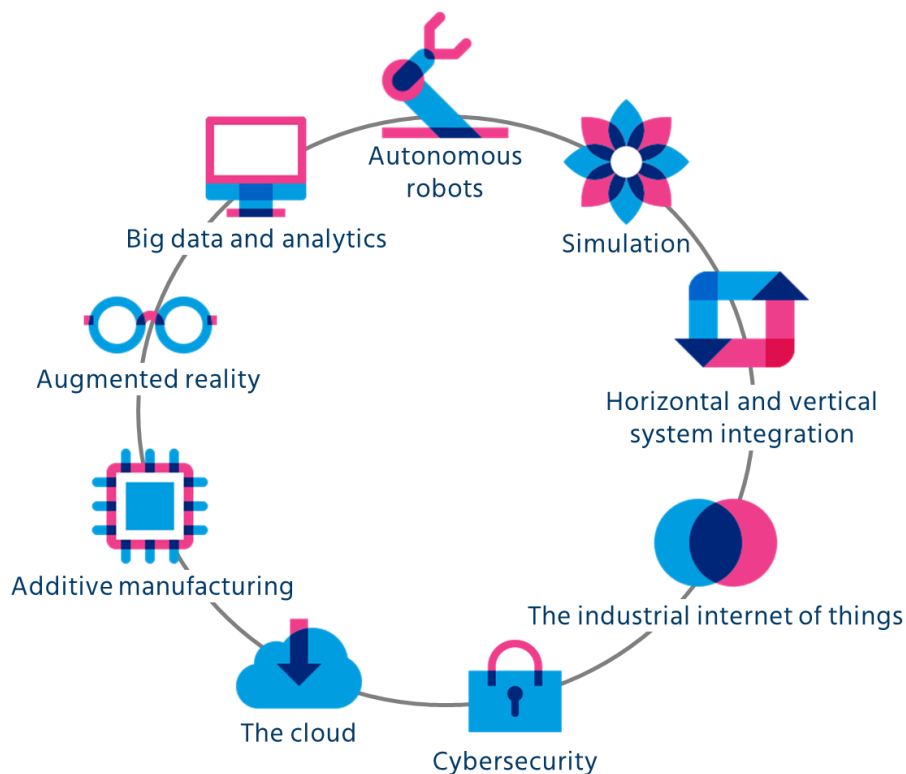
<sup>8</sup> インフレ統計では、価格に変更がなくとも、商品の価値が上がるような品質の向上を捉えきれないことが多い。また、多くの財およびサービスは、広く普及した後、すなわち、一般的に価格が大幅に低下した後、初めて統計への組入の対象となる。したがって、こうした初期の大規模な価格低下は、インフレ指数では捉えきれない。

<sup>9</sup> Livingstone J. “R.I.P. VHS,” *Prospect Magazine*, July 14, 2014, available at <https://www.prospectmagazine.co.uk/arts-and-books/vhs-history-of-video-revolution-michael-z-newman>

た 1980 年代には、地元のビデオショップにおける 1 本の映画のレンタル料は 1 晩で 3~5 米ドル<sup>10</sup>（現在の貨幣価値で 9~15 米ドル）で、店舗まで車で取りに行く必要があった。現在では、Netflix や Prime Video といったストリーミングサービスを利用すれば、何千本もの映画へのアクセスが可能であり、特別な再生機器も必要なく、スマートテレビがあれば十分だ。それらも、第一世代の VHS プレーヤーの数分の 1 のコストにすぎない。

自由な企業活動と技術革新の組み合わせは、一部の人のみが購入できた贅沢品を、大多数の人が利用できる大量生産品へと変えてきた。こうした変化は、消費に対する対価を少額とする、あるいは、消費量の増加もしくは異なる財・サービスへの消費を可能とするため、大幅なデysinフレを生み出す。新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、大多数の企業および個人が、生活のあらゆる分野においてテクノロジーの導入を余儀なくされた結果、ウイルスによる混乱がなければ何年もかかったであろうプロセスが加速されており、消費者は物価の下落という形でこうした恩恵を受ける可能性がある。パンデミック前からすでにジェネレーション Z には見られた傾向だが、今では高齢者までもがデジタルブートキャンプ（短期間の IT リテラシー向上研修）を経験し、多くの中小企業は、生き残りをかけてオンライン上での存在感の獲得を迫られている。消費者は、スマートフォンを操作するだけで一番安い店舗での購買が可能となり、競争力の劣る小売業者が、非効率性を価格に転嫁することは、非常に難しくなっている。こうした議論は、インフレに対する懸念を打ち消すものであり、実際にはその逆を懸念させるものである。

図 3：第 4 次産業革命



<sup>10</sup> 当時のことを覚えている年代の同僚による、非公式な見解および調査に基づいたコンセンサスの数字。

### **インフレ派の主張：ソーシャルメディアや話す冷蔵庫は、電球ほどの生産性向上をもたらさない**

近代的または現代的なものがすべて優れており、生産性を向上させるものとは限らない。企業間の競争は今後もより激化するだろうが、生産コストに縛られることに変わりはない。小売業における競争激化は、特にサービス分野においては、全体として生産コストが低下したことを意味しない。近年のテクノロジーは、過去の技術革新よりも、はるかに小さな程度の生産性の向上しかもたらさないかもしれない。日没後の暗闇での労働を可能にし、冬の労働時間を2倍に拡大した電灯、あるいは、大量生産を可能にした蒸気機関を、ソーシャルメディアのような技術革新と比較してほしい。確かに、ソーシャルメディアは消費者へのアプローチという点では企業に新領域をもたらしたが、かつての電気および蒸気機関のように生産性に影響を与えるものではないかもしれない。さらに踏み込んで、ソーシャルメディアがポピュリズムの台頭を促し、近年における関税障壁の復活に寄与した、と主張する意見さえ見られる。関税障壁の復活は、効率的な資本配分を妨げるため、インフレを誘発する。重要な論点として、技術革新は必ずしもそれ自体がデフレーションを生むとは限らず、生産性に対してデフレーションを生じさせる影響は、想定されたよりも限定的にとどまり、時にはインフレ圧力となる可能性すらある。

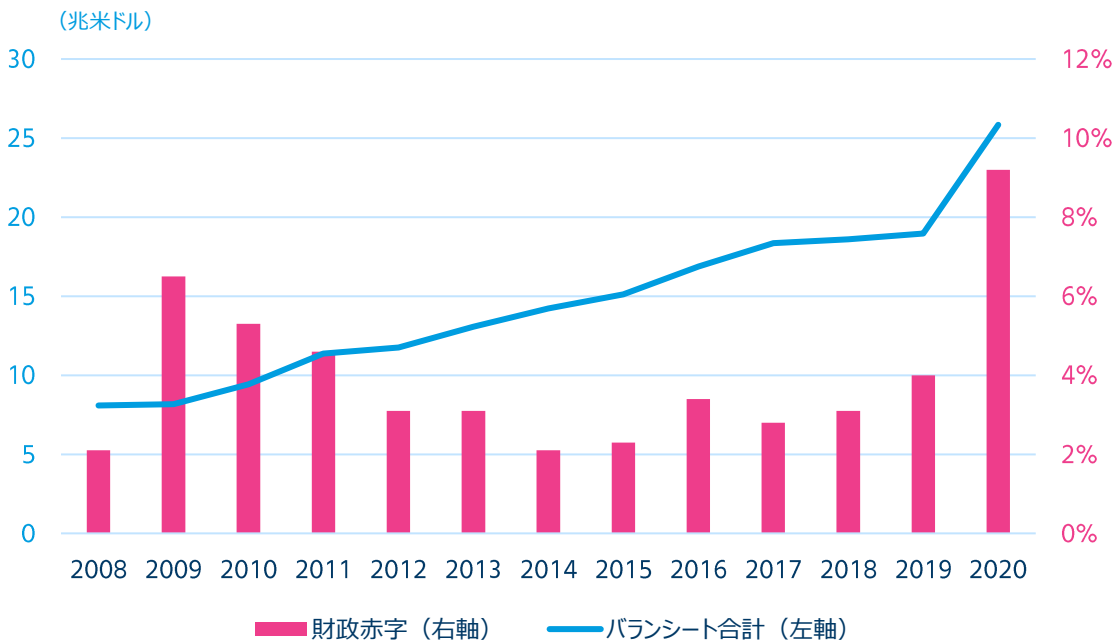


### テーマ 3：新しい政策軸

#### インフレ派の主張：ジンバブエ型の金融緩和および財政拡大に何を期待するか？

今年、中央銀行のバランスシートは世界金融危機（GFC）後に経験した水準を上回り、政府の財政赤字も第二次世界大戦後で最高水準に達するなど、政策担当者は間違いなく一線を越えた。米連邦準備制度理事会（FRB）は、昨年、平均インフレ率を政策目標とする枠組みに移行したが、これは、デフレ・スパイラルよりもインフレ率上昇のリスクを負うことを暗黙のうちに表明している。今後、他の中央銀行もこうした動きに追随する可能性がある。<sup>11</sup> また、今回は、GFC 時の対応とは異なり、銀行のバランスシート修復や財政再建による相殺もなく、消費者に直接届く景気刺激策がとられている。債務の貨幣化、つまり、お金を刷ることで可能となった金融および財政の協働は、今後 10 年にわたって継続する可能性がある。貨幣供給量が財の供給量を大幅に上回るペースで増加し、消費者の懐に入った際には、過去のどの時点でもそうであったように、インフレを引き起こす可能性が高い。

図 4：金融ならびに財政刺激策



出所：中央銀行のバランスシートはブルームバーグ。財政赤字は、ハーバー・アナリティクス、CEIC、および、モルガンスタンレー・リサーチによる予想値。バランスシート合計は、日本銀行および欧州中央銀行より取得し、時点は各年の 12 月 31 日時点。2020 年の財政赤字は推定値。

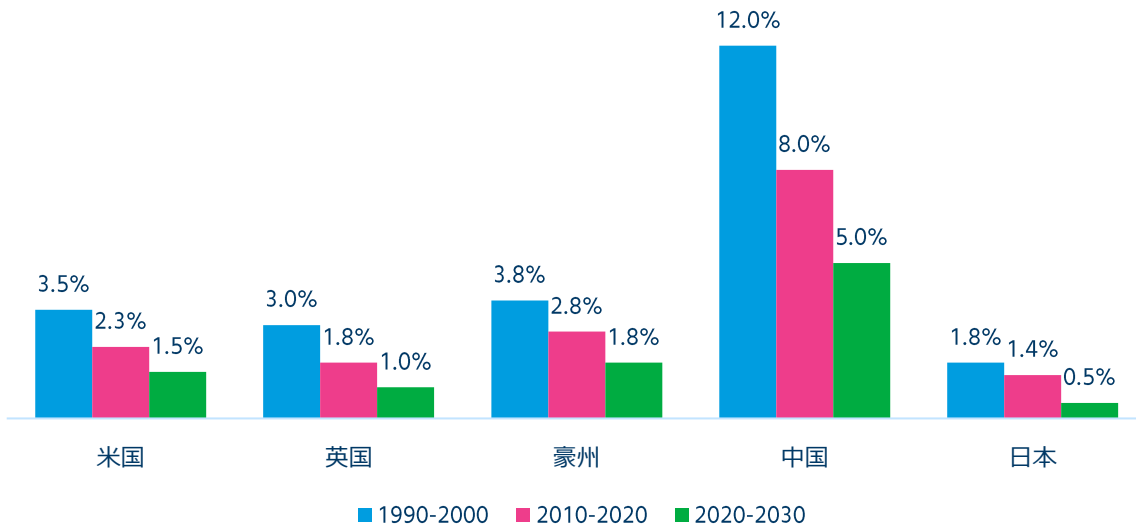
<sup>11</sup> 豪州準備銀行は、すでにこうした枠組みを採用している。日本銀行は、インフレ目標である 2%のオーバーシュートを確約しており、欧州中央銀行も本年において金融政策の枠組みを見直しており、平均的なインフレ率を目標とする政策の導入を検討している。



**デスインフレ派の主張：積極的な金融政策および財政出動でも劇的な改善は見られなかった日本**

一方、欧米諸国の長期的な成長率は、新型コロナウイルスの感染拡大前から恒常的に低下していたと考えられる。あらゆる刺激策を講じたにもかかわらず、GFC 後の景気回復は精彩を欠き、高い成長率を記録した 2018 年の後半でさえ、刺激策を完全に終了することはできなかった。紙幣の印刷および将来に対する借入は、劇的に成長を加速させるわけではなく、そうでなければ、2012 年末からこうした政策を導入した日本は、過去 10 年間で最も成長率の高い経済国の 1 つになっているはずだ。貨幣供給量の増加が貨幣需要の増加によって相殺される（つまり、消費および投資よりも現金の保有を偏好する傾向）ならば、刺激策はインフレに対して、むしろ中立となるだろう。

**図 5：国別の潜在成長率**



出所：ブルームバーグおよびマーサーによる予想値。2021 年 3 月 31 日現在

## テーマ4：貿易および（脱）グローバル化

### インフレ派の主張：大きな代償を払い、製造業をより自国に戻す、脱グローバル化の進展

脱グローバル化は、以前から見られた傾向であったが、新型コロナウイルスを経験し、その動きが加速したように思われる。医療機器の供給不足、および、食料品や日用品のパニック的な購入を抑制する一時的な購入制限（長期的な不足はなかったが、重要なのは人々の認識である）により、一定の国家的な自給自足が再び流行することになった。バイデン政権は、トランプ政権のより対立的なアプローチに対して、一定の多国間主義を復活させる可能性はあるものの、1990年代の自由貿易のアジェンダに戻る可能性は低いと思われる。<sup>12</sup> これは、生活水準、ひいては物価にも影響を及ぼすだろう。生産拠点の再配置を行うこと、あるいは、サプライチェーンのグローバルな拡大を妨げることは、効率性を低下させ、生産コストの増加、ひいてはインフレを引き起こす可能性がある。

### デフレーション派の主張：アジア太平洋やアフリカ地域はより賢く、欧米が目覚める可能性も

しかし、脱グローバル化の流れを見ると、欧米の視点には偏りがあるように思われる。確かに、欧米諸国では現在、グローバル化の進展に対する疑念が高まっており、自由な企業活動および自由貿易に対する怒りが表明されているように見える。一方、アジア太平洋諸国では地域的な自由貿易が促進され、2020年末に中国、日本、および、韓国を含む15カ国を包括する史上最大の自由貿易協定であるRCEPが締結された。欧米諸国でも、最近の動きを見ると、生活水準を向上させるためには自由貿易が最適であるという一致した意見が得られているようだ。域内自由貿易の維持は、Brexit交渉においても最も議論された点であったし、ドイツはEUに対して中国との投資協定の締結を働きかけた。アフリカ諸国においても、アフリカ連合による自由貿易圏を創設する条約が締結されており、2030年までに完全施行されれば、大半の商品に関する国境を越えた関税の引き下げ、もしくは、撤廃が実現される。<sup>13</sup> こうした動きは、1930年代のような脱グローバル化への突入ではなく、むしろその逆であることを示す心強い兆候だろう。地域的な自由貿易圏への依存度は高くなるものの、自由貿易の促進によるデフレーション圧力は今後も継続する可能性がある。

---

<sup>12</sup> Hoyama T and Nakamura Y. "US and Allies to Build 'China-Free' Tech Supply Chain," *Nikkei Asia*, February 24, 2021, available at <https://asia.nikkei.com/Politics/International-relations/Biden-s-Asia-policy/US-and-allies-to-build-China-free-tech-supply-chain>.

<sup>13</sup> Reuters. "African free trade tariff rules should be completed by July – official," Reuters, January 11, 2021, available at <https://www.reuters.com/article/uk-africa-economy-idUSKBN29G1CD>

## 結論

インフレおよびデフレーションの議論はともに説得力がある。弊社グループでは、昨年、市場見通しを策定するにあたり、今後も定期的な見直しを実施していくことを前提に、双方の見方を慎重に検討した。<sup>14</sup>

その結果、今後 3 年から 5 年、場合によってはそれ以上の期間にわたって、インフレのリスクがデフレーションのリスクを上回るとの結論に達した。

大半の地域において、中央銀行の目標値に近い緩やかなインフレという基本シナリオに変更はないものの、新型コロナウイルスの感染拡大とその余波を受けて、結果の幅は拡大している。インフレリスクは上向きに変化しており、2030 年までの間にインフレ率が公式目標を大幅にオーバーシュートするシナリオの可能性は、パンデミック前よりも高まっている。

そのため、投資家は、想定以上のインフレの発生に注意する必要がある一方、多くのポートフォリオは、そうしたリスクに対して十分なヘッジがされていない可能性がある。過去 30 年間に見られたデフレーション環境が、インフレリスクを過小に評価するバイアスをかけている可能性もあるだろう。

最も賢明な選択は、インフレ・ヘッジとなり得る資産クラスのポートフォリオ構成比率を見直し、今後 3 年から 5 年の間に緩やかなインフレ（1 桁台前半から半ば）が発生した場合、もしくは、想定を上回るインフレが発生した場合においても、良好なパフォーマンスを発揮できるよう、ポートフォリオ全体を保つことであると考えている。



**Christian von Canstein, MSc, CFA, CAIA**  
Investment Research Specialist

---

<sup>14</sup> Mercer. *Beware of Inflation: Assessing Risks and Investment Implications*, July 2020, available at <https://www.mercer.com/content/dam/mercera/attachments/global/gl-2020-investmentforums-london-agenda-beware-of-inflation.pdf>.

## 重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

## ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外は使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は [www.mercer.com/conflictsofinterest](http://www.mercer.com/conflictsofinterest) をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。