

CFA 協会ブログ

No.522

2021 年 4 月 23 日

神話を覆す：お金を刷ればインフレーションが起こる。

Myth-Busting: Money Printing Must Create Inflation

[ニコラス・ラベナー\(Nicolas Rabener\)](#)

はじめに

[UBS のグローバル不動産バブル指数で、ロンドン住宅用不動産で 9 位にランクされています。](#)他の多くの国と同様、[英国の不動産価格は 2020 年に史上最高値を記録しました。](#)突然の大量失業を伴う世界的なパンデミックにより、英国市民は家を売らざるを得なかったはずですが、[一時帰休労働者支援策、印紙税減免、](#)記録的な低金利がそれを補って余りあるほどでした。

ロンドン北西部のハムステッドのような高級住宅地にある、1,000 スクエアフィートの居住スペースを持つ 2 ベッドルームのアパートの価格は約 150 万ポンドです。家賃は月に約 3,000 ポンドで、グロスの賃貸利回りは 2.4%というわずかなものにすぎません。維持費や税金を考えると、1.7%程度になります。この地域の住宅は築 100 年以上のものが多く、手入れが必要です。

この利回りの低さは、賃貸オーナーにとっては魅力的ではないかもしれませんが、調達コストが賃貸利回りを上回っていた過去 10 年間のほとんどの期間は、より悪い状況でした。購入者は純粋に価格上昇に賭け、投資期間中のキャッシュフローがマイナスになっても構わないと考えていたのです。

現在では、COVID-19 とイングランド銀行(BOE)のおかげで、調達コストが賃貸利回りを下回り、不動産投資家のキャッシュフローはプラスに転じています。自分で使うために不動産を購入しようと考えている人にとっては、金利や償却費を払う方が賃貸よりも安い場合が多くなるという何とも奇妙な世界です。

しかし、ハムステッドのような地域でアパートを買うには、世

界金融危機(GFC)以降、銀行が保守的になったため、最低でも 25%の自己資金が必要になる傾向があります。もし、購入希望者が頭金として数十万ポンドを貯めることに成功したとしても、最終的には 110 万ポンドのローンを返済しなければなりません。税引前で考えると、約 2 倍のお金を稼がなければならないことになります。

購入を検討している人の中には、負債の負担を軽減するために、インフレに積極的に賭けている人もいます。過去 10 年間のすべての金融・財政政策によって、インフレ率が上昇するという理論です。インフレに伴って収入や実物資産の評価も上昇するはずですが、ローンの額は変わらず、実質的には目減りしていきます。

これは不動産投機家の希望的観測なのか、それともデータが理論を裏付けているのでしょうか。

中央銀行のバランスシート拡大

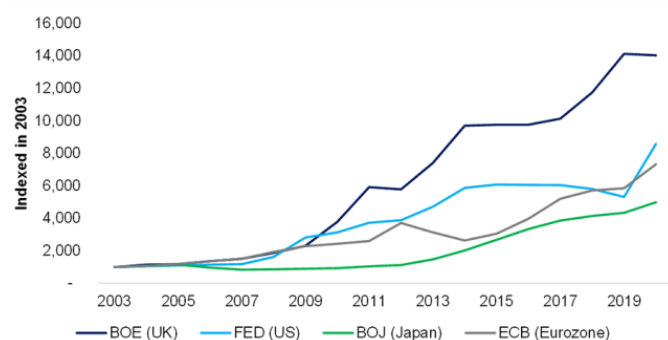
中央銀行は、2008 年の GFC の際に積極的な金融刺激を行って世界を救ったとよく言われます。しかし、危機から 10 年以上が経過した今でも、同じ基本的な政策が行われています。中央銀行のバランスシートは拡大し続けています。ドイツのような国では、1920 年代のワイマール共和国のハイパーインフレを連想させるこの継続的な貨幣印刷は、純粋に恐怖を感じさせます。

今回の COVID-19 危機では、中央銀行の資金供給はさらに加速しています。[米国連邦準備制度理事会\(FRB\)のバランスシートは 7 兆ドルを突破し、欧州中央銀行\(ECB\)の 7 兆ユーロに匹敵する規模となっています。](#)中央銀行は公開市場に自身を鎖でつなげているかのようで、株価が大きく下落するたびに介入せざるを得ない状況になっ

ています。

このような行動による不自然な結果はますます明白になってきています。例えば、日銀は日本にあるETF(上場投資信託)の75%以上を保有しています。

Central Bank Balance Sheet Expansion



Sources: FRED, Bank of England (BOE), FactorResearch

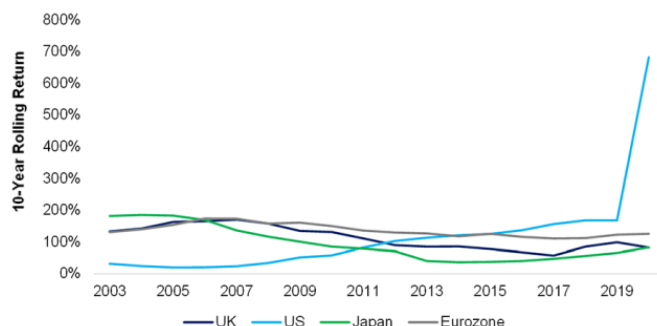
マネーサプライ

マネーサプライを測る指標には様々なものがあります。M1 は、現金や当座預金など、流通しているすべての物理的なお金を表しており、米国、欧州、英国、日本では1980年代以降、減少傾向にあります。

2009 年以降に行われた金融刺激策はいずれも、お金の循環に影響を与えていません。それは、普通預金やマネーマーケットファンドを含めた M2 や M3 などのより広いマネーサプライの指標でも同じです。

2020 年、米国政府は COVID-19 景気刺激小切手を発行し、流通する現金を大幅に増やすことで M1 に大きな影響を与えました。英国と EU の政府は対応が異なり、国民に直接現金を発行しなかったため、これらの国の M1 は変わりませんでした。

Increase in M1 Money Supply



Sources: FRED, Bank of England (BOE), FactorResearch

The change represents 10-year rolling returns.

日本における中央銀行の拡大、マネーサプライ、インフレ

日本は、中央銀行のバランスシート、マネーサプライ、インフレの関係について、説得力のある洞察を与えてくれました。日本政府と中央銀行は、1990 年代に株や不動産の壮大なバブルで日本経済が大打撃を受けて以来、金融政策の実験の先頭に立ってきました。

現在、日本経済は人口減少という逆風にさらされていますが、政府と中央銀行の目標は、適度なインフレとプラスの経済成長を実現することに変わりはありません。

中央銀行のバランスシート、M1 マネーサプライ、インフレ率の 10 年間のローリングリターンを計算した結果、次の 3 つのことがわかりました。

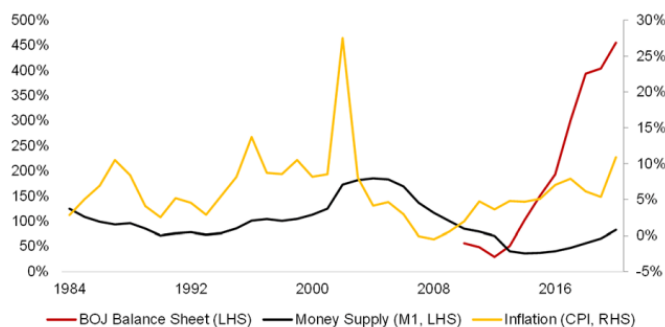
1. 日銀のバランスシートは 2008 年以降、何倍にも増加している。
2. 中央銀行の活動はマネーサプライやインフレにほとんど影響を与えなかった。
3. インフレ率とマネーサプライには高い相関関係があることもあったが、常にではない。

直感的には、インフレ率はマネーサプライに追随するはずですが。貨幣の流通量が増えれば、製品やサービスに対する需要が高まり、物価が上昇するはずだからです。しかし、

経済は相互に関連する多くの変数で構成されており、線形モデルでは現実を表現できないことが多いのです。

Central Bank Expansion, Money Supply, and Inflation:

Japan



Sources: FRED, FactorResearch.

Axes show 10-year rolling returns.

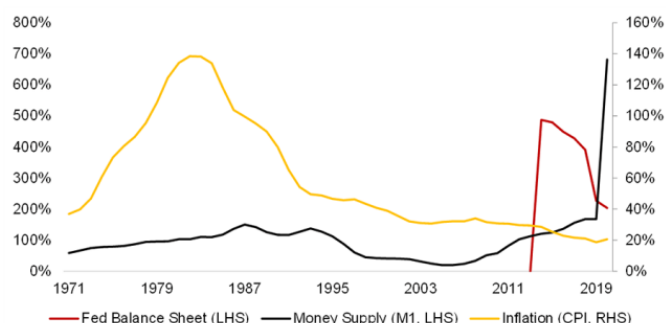
米国における中央銀行の拡大、マネーサプライ、インフレ

米国の 3 つの経済変数を見ると、他の市場と同じように中央銀行のバランスシートが拡大し、マネーサプライとインフレへの影響はわずかです。さらに、1970 年代のオイルショックの時のように、マネーサプライに意味のある変化がなくても、インフレが起こることもあります。

一部の投資家は、2020 年にマネーサプライが急増した後にインフレが起こることに賭けています。この可能性はあるものの、マネーサプライは 10 年以上にわたって増加しているにもかかわらず同期間のインフレ率は一貫して低下しています。

Central Bank Expansion, Money Supply, and Inflation:

United States



Sources: FRED, FactorResearch.

Axes show 10-year rolling returns.

英国における中央銀行の拡大、マネーサプライ、インフレ

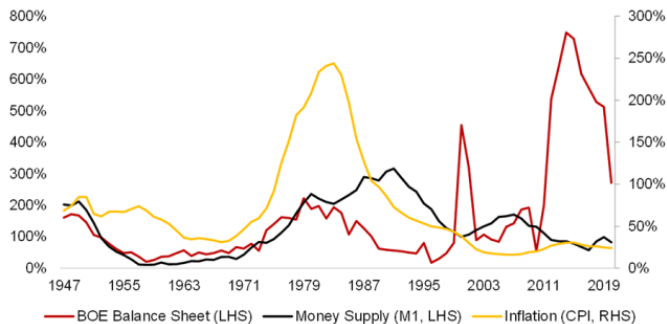
BOE には、中世以前にまで遡る時系列データがあります。経済学者や金融データの愛好家にとってはエルドラド(南米アマゾン奥地に伝わる黄金郷・訳注)のような存在です。

英国のデータでは、1947 年から 1995 年にかけて、BOE のバランスシート、マネーサプライ、インフレ率の間に強い正の相関関係があることが明らかになっています。しかし、その後、その関係は崩れてしまいました。マネーサプライとインフレ率は依然として連動していますが、中央銀行の活動はほとんど関係ないように見えます。

我々は経済学者ではないので、これらの関係がなぜ変化したのかは分かりません。それは、中央銀行の活動の種類によるものかもしれません。かつての中央銀行の活動はマネーサプライに直接結びついていましたが、現代の政策は金融市場への影響をより重視しているのかもしれません。

Central Bank Expansion, Money Supply, and Inflation:

United Kingdom



Sources: Bank of England (BOE), FactorResearch

Axes show 10-year rolling returns.

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/04/19/myth-busting-money-printing-must-create-inflation/>

注) 当記事はCFA協会(CFA Institute)のブログ記事を日本CFA協会が翻訳したものです。日本語版および英語版で内容に相違が生じている場合には、英語版の内容が優先します。記事内容は執筆者の個人的見解であり、投資助言を意図するものではありません。

また、必ずしもCFA協会または執筆者の雇用者の見方を反映しているわけではありません。

さらなる考察

ユーロ圏に関する同様の分析でも、同じ傾向が見られます。中央銀行のマネープリントは、マネーサプライとインフレにはほとんど関係がありません。

適度なインフレを起こすという典型的な任務を与えられているにもかかわらず、全権を握っている中央銀行はかなり無力に見えます。あるいは、低経済成長をもたらすマイナスの人口動態とマイナスの生産性成長という、克服できない力と戦っているだけなのかもしれません。

投資家は、中央銀行による大量のお金の印刷を心配すべきでしょうか？確かにそうです。金融市場を歪め、資産クラス全体の価格を上昇させています。しかし、おそらくこれはインフレ率の上昇ではなく、単に将来のリターンの低下につながるものと思われます。

しかし、より直接的な財政・金融刺激策が継続的に実施されるのであれば、投資家はより大きな懸念を抱くことになるかもしれません。歴史的に見ても、これは貸貸人にとっても所有者にとっても災いのもととなります。

執筆者

Nicolas Rabener

日本CFA協会