

CFA 協会ブログ

No.535

2021 年 7 月 23 日

グローバルで加速するインフレに関する FRB の盲点 The Fed's Blindspot on Global Inflation Drivers

[ビクター・シン \(Victor Xing\)](#)

目の前のインフレの急上昇の要因は何か、そして中央銀行はいかにして失策を演じ続けているのか。

中国：「世界のインフレを抑制してきた唯一の国」

『2つの困難にさいなまれる中での金融政策 (Monetary Policy in the Grip of a Pincer Movement)』

で、クラウディオ・ボリオ (Claudio Borio) 達は、グローバル化の影響、特に中国の世界貿易機関 (WTO) への加盟とソビエト連邦の崩壊が、先進国内のインフレ要因を上回るほどの構造的デフレ圧力を与えてきた点について論じている。

「(訳注：低インフレをもたらしてきた) 可能性が高い要因はグローバル化です。特に旧共産主義国や、国内市場を自由化してきた多くの新興国による貿易システムへの参入です。さらに言えばそれらの国々は為替レート切り上げへの強い抵抗がありました。別稿 (ボリオ (2017)) でより詳細に論じているように、そのような生産国が安易に参入し、存在感が際立れば、企業の価格決定力、とりわけ労働力の価格決定力が弱まり、コンテストブル市場 (訳注：参入、退出が容易な市場) に変容していく可能性があります。コスト収斂の過程では、これにより、特に賃金水準が高い先進国で持続的なデスインフレーションをもたらすでしょう。もし実際にそのような状況が全体的に生じたとすれば、実体経済の発展は、景気循環の影響を受けて総需要がおそらく超過

状態であったインフレに対して、持続的な下押し圧力を及ぼしていた可能性があります。」

金融政策は、金融危機後の不安定な市場にみられる景気の下落局面に対処するには効果的ですが、構造的な変化に対しては有効ではありません。しかし、主要な金融当局は、それにもかかわらず、中国と旧ソビエト連邦諸国がグローバルバリューチェーン (GVCs) に組み込まれることで生じる構造的デスインフレーション圧力、すなわち長期的な構造シフトを、短期的な混乱に起因する景気循環的な弱さと同じであると解釈しました。

この考え方により、中央銀行が取る政策は、インフレが目標を下回っている限り、原因が構造的か循環的かを問わず、積極的な緩和姿勢と弱気な引き締め姿勢という非対称的なものになっています。ボリオ達は次のように論じています。

「第 2 の要因は、グローバル化と密接に絡む強力なデスインフレーション圧力の中で、継続的な金融サイクルおよび景気循環に対し、非対称的な政策対応がなされてきた点です。特に、1980 年代から 90 年代の金融ブームとその終焉、そして世界金融危機 (GFC) 前後になされた非対称的な政策対応が顕著な例と言えます。いずれのタイミングでも、インフレが低く安定している限り、金融破綻の前段階の金融ブームの間に中央銀行が金融政策を引き締

めるインセンティブはありませんでした。しかし、市場の崩壊に対処し、あらゆるデフレの脅威を食い止めるために積極的かつ粘り強く対応するという強い動機が存在しました。」

このような政策を背景として、景気の後退局面と解釈された構造的デスインフレーションには、積極的な金融政策対応が求められました。そして、その後、弱気がかつ遅きに失した引き締めが行われたのです。持続的な低金利環境は、不動産などの生産性の低いセクターに活力を与えるとともに、資源の誤配分（誤った投資）を加速させ、「ゾンビ」企業の急増に拍車をかけました。

事実、中央銀行が構造的インフレ要因と景気循環からのインフレ要因を混同したことから、中国は主要な量的緩和（QE）のプレイヤーとなりました。しかし、「世界のインフレを抑制してきた唯一の国」は結果的に市場でより大きな注目を集めることになったのです。

中国のメーカーはコスト急増の中で発生した価格上昇を海外に転嫁する

約 20 年もの間、中国は「世界のインフレ抑制国」として機能してきましたが、同国のメーカーは 2021 年上期に、供給のボトルネックと需要の急回復が同時に発生する中で、利益率の縮小という最悪の状況に直面したのです。元中国人民銀行（PBOC）の公認エコノミストおよびブルームバーグエコノミストのデビッド・クー（David Qu）は次のような見解を示しています。原油や鉄鉱石から銅に至る世界のコモディティのボラティリティは、中国の生産者物価指数（PPI）の変動の 70%を説明しており、投入コストは記録的なレベルに押し上げられました。

このようなコストの急騰は、その後、物価上昇の抑制政策につながりました。マクロ投資家は、米国

での中国製商品の輸入価格が着実に上昇していることを認識しています。一方で物価コントロール政策の有効性については多くの人々が懐疑的です。そして、米連邦準備制度理事会によるタカ派的対応（訳注：景気重視）がドルの反騰をもたらしても、活況を呈するコモディティ市場が冷えることはないと思っています。

米国の輸入価格の上昇は直感的に理解できる事象です。すなわち、投入コストが高騰する中、中国のメーカーは、世界のインフレに対する門番的役割をいつまでも担うことはできません。前出のクー氏を含む一部の観測筋は、物価上昇吸収効果は依然として損なわれておらず有効であると主張しています。しかし、実際の輸入価格の上昇を見ると、投入コストの上昇がインフレ抑制効果を損なっているという考え方は支持されるべきものと言えます。

中央銀行のインフレ対応の「盲点」がもたらす非対称性リスク

FRB やその他の主要中央銀行が既存の枠組みを維持し、構造的インフレ要因と景気循環のインフレ要因を峻別しないのであれば、中国の「インフレ抑制」機能の低減が根本的な市場シフトにつながる可能性があります。

中国の規制当局による物価コントロール政策が成功し、ドル高と FRB のタカ派路線から世界的なコモディティ市況が弱含むようになると、中国のメーカーは、デスインフレーションをもたらす輸出を再開するかもしれません。すると、FRB が「一時的な」インフレ見通しとして示した状態に収束していく可能性もあります。しかし、この見方は資産評価についての新たな見方とは言えません。

反対に、中国当局による物価コントロールが失敗し、コモディティ市況が高止まりすると、中国のメーカ

一に対する価格上昇圧力はより強まり、先進国への物価上昇の影響を増大させる可能性があります。インフレ率が上昇する中でのリスクマネジメントの経験がある投資家はほとんどいません。また、FRBのハト派政策、すなわち資産価格重視の政策からの転換により、リスク資産と連邦債の双方が、(リスクパリティコンプレックスとレバレッジ戦略に対して弱気という意味で) 弱気相場となる可能性があります。

FRBは、政策の方向性を変更し、中国からパスルーされるインフレ圧力を本質的に「構造的」なものとして取り扱うものの、政策転換の事実を認めない可能性があります。しかし、特に元FRB関係者が主要な政府のポジションに就き、影響力のある研究機関を率いていることから、この方針転換が公的機関から注視され、政治的リスクを増大させる可能性があります。そのため、過去の政策からの方針転換を、「政策の誤り」を認めたことと解釈する人がいるかもしれません。

市場参加者は非対称的なリスク、リターンに関係に直面しています。一つのシナリオは低インフレの現状が変わらず、中国が長期的な政策方針を正当化し「インフレのブラックホール」であり続けると考えるポジションです。もう一方は主要な資産市場の不確実性を高めるようなインフレの枠組みの変化を予測するポジションです。これらの結果の可能性はほぼ同じですが、現状維持シナリオでは資産価格の上昇が抑えられる可能性があります。一方で、持続的なインフレ圧力が増大すると、「政策で下支えされた資産」全体に大幅な価格調整が生じる可能性があります。

この投稿を気に入られたら [Enterprising Investor](#) のご購読をお願いいたします。

(翻訳者：河野俊明、CFA)

英文オリジナル記事はこちら

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2021/07/20/the-feds-blindspot-on-global-inflation-drivers/>

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。