

みずほマーケット・トピック(2020 年 5 月 8 日)

## アフターコロナはインフレか？デフレか？

昨日の本欄ではアフターコロナにおいては中央銀行のバランスシートが巨額財政の「身代わり地蔵」として膨張していく未来を議論した。そうした下では「通貨の信認」がひとつの争点となるが、これは「アフターコロナはインフレか？デフレか？」という問いに結びつくだろう。筆者は基本的にデフレ圧力が優勢になると考えるが、今回のショックを受け、多くの財について「国内で賄えた方がよい」という流れができてくると物作りの背後にあるコスト構造が大きく変わることになる。「国として最効率化を目指さないで安全を取る」となれば「コスト高の世界」が到来することになる。

### ～デフレが優勢の様子～

昨日の本欄ではアフターコロナにおいては政府の大規模財政出動の副作用としての金利上昇を抑制すべく、中央銀行のバランスシートが「身代わり地蔵」のように膨らむ未来を議論した。既に論じたように、筆者は「中銀バランスシートの健全性」と「通貨の信認」は本質的に関係がないと考えるものの、直情的な為替市場ではテーマとして耳目を集め、特定の通貨が売り進められるかもしれない。その際、恐らく最もターゲットになりやすいのが日本円であることも指摘した。

なお、こうした「通貨の信認」問題はそのまま「アフターコロナはインフレか？デフレか？」という論点にも及ぶ。粘着性の強いデフレに陥った日本がにわかにインフレに見舞われるとしたら、円安発、輸入物価経由でコストプッシュ型のインフレが進む展開が一番想像しやすい。片や、需給がひっ迫してディマンドプル型のインフレが進む展開は考えにくい。これは日本に限ったことではない。多くの財・サービスの移動が効率化された現代では生産設備や社会インフラが破壊され経済の供給能力に制約が発生するようなことが無い限り、ディマンドプル型のインフレになるようなことは考えにくい。もちろん、コロナショックは「戦時中」との形容が頻繁に持ち出されるように、生産活動が阻害され、各国国境の検閲が厳しくなった結果貿易取引も停滞するなど、供給能力に制約が出ている。物理的な破損こそ生じていないが、それを操る人間が停まっているので実質的には戦時下と同じような物価上昇圧力が発生しやすいように思われる。コストプッシュ型のインフレ不安にも一理はある。

しかし、マスクや消毒液などの医療物資やテレワーク関連の機材(PC、ヘッドセット、ウェブカメラなど)は局所的な物価上昇を見込めても、需要が人工的に削り取られている世界で広くあまねく物価上昇圧力が行き渡るとは考え難い。例えば日本の消費者物価指数に占めるウェイトを見た場合、医療関係だとマスクを含む「保健医療用品・器具」は 0.72%、風邪薬などを含む「医薬品・健康保持用摂取品」は 1.21%、最も大きな診療代などを含む「保険医療サービス」は 2.37%である。「保健医療関連」と最も大きな分類まで視野を拡げてようやく 4.3%に達する。また、パソコン、テレビ、ビデオレコーダーなどを含む「教養娯楽用耐久財」は 0.59%しかない。電化製品という意味では電子レンジや電気炊飯器、冷暖房用器具を含む「家庭用耐久財」でも 1.11%だ。

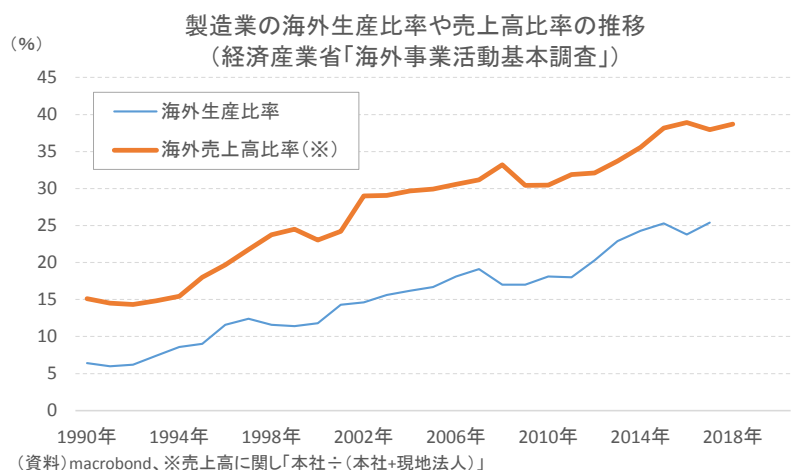
一方、宿泊料やパック旅行費、習い事の月謝、映画館やテーマパークの入場料を含む入場・観

覧・ゲーム代など、恐らく今回のショックで甚大な被害を被ったであろう「教養娯楽サービス」のウェイトは 5.92%と「保健医療関連」の 1.5 倍もある。ちなみに「外食」という分類だけで 5.21%だ。ほかにも不要不急の名の下に、世の中にある財・サービスへの需要が低迷している以上、物価が持続的に上がる筋合いはない。単純に CPI のウェイトだけを見て予想すべきものではないが、昨日の貯蓄・投資 (IS) バランスの議論を踏まえても、長期間にわたる需要低迷からデフレを心配する方が、と思われる。マクロで見て民間部門が貯蓄を積み上げる世界では日本化が進みやすい。

### ～脱グローバルや国内回帰が潮流に？～

現時点でインフレか、デフレか、を見定めるのは非常に難しい。全ては感染拡大の終息ペースおよび経済活動の再開ペースに依存している。経済活動を停めるほど世界のどこかで何かしらが足りなくなる可能性が出てくる。そこに供給制約を理由にしたインフレの芽があるのは間違いない。例えば、今はスマートフォンや PC で不具合が生じて中国から部材が届かないために修理できないという状況があるという。住宅建築でもトイレを中国で製造するケースが多く新築住宅が建たないというケースもあるという。こうしたケースが日用品の次元で増えてくれば、品不足から価格上昇という現象がそこかしこで出てくる。

このような状況が長く続けば、国内で代替生産という動きが出てくるだろう。そもそもコストが安いから海外で作っていたのだとすれば、代替材は価格上昇するはずである。こうした動きがアフターコロナの主流になるかどうかというのは重要な問いかけになる。そのような脱グローバル化の動きが定着することで、多くの財について「国内で賄えた方が良い」という流れが出来



てくると物作りの背後にあるコスト構造が大きく変わることになる。過去 10 年余り、海外売上高比率も海外生産比率も上昇一辺倒であり(図)、それが物価抑制にある程度は寄与していたであろうことを考慮すれば、大きなパラダイムシフトの前に我々は立っていると言えるかもしれない。例えば東南アジアで作っていたものをドイツや米国や日本で作るようになれば当然、販売価格は上がるに決まっている。

### ～効率より安全？～

それでも、脱グローバル化をしてでも国内で様々な財を賄えた方が国家のリスクマネジメント上適切なのだという判断があれば、そのように法律や規制が再整備される可能性もある。「国として最効率化を目指さないで安全を取る」という選択が各国で取られる世界である。リーマンショック後、金融機関に課された過剰と言えまでの規制を思えば十分考えられる(その偏執的な規制の過剰さは金融業界に身を置く者しか感じていないであろうから、多くの読者には実感がわかないかもしれな

い)。4月に公表されたIMFの国際金融安定報告(GFSR)などが指摘するように、そうした厳しい規制があったことで金融機関への不安が今のところ浮上していないという事実が余計にそのような思いを掻き立てる。

仮にインフレーションが現実になるとすれば、グローバリゼーションの巻き戻しが世界経済の非効率化を進め、「コスト高の世界」が到来するというコースだろう。メインシナリオとはしないものの、それほど低い可能性とも言えない代物である。

市場営業部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の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判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                 |
|-------------|------------------------------------------------------------|
| 2020年5月8日   | アフターコロナはインフレか？デフレか？                                        |
| 2020年5月7日   | アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候                                    |
| 2020年5月1日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)                        |
| 2020年4月28日  | 日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～                                   |
| 2020年4月24日  | 週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)                     |
| 2020年4月22日  | 拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～                                   |
| 2020年4月21日  | 資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分) |
| 2020年4月17日  | 週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)         |
| 2020年4月15日  | ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～                                  |
| 2020年4月14日  | 「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～                             |
| 2020年4月10日  | 週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)                     |
| 2020年4月9日   | 英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～                                 |
| 2020年4月7日   | 「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～                              |
| 2020年4月6日   | 「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか                                     |
| 2020年4月3日   | 週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)              |
| 2020年4月2日   | 今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀                                      |
| 2020年4月1日   | 過去最大のスタートダッシュを切ったECB                                       |
| 2020年3月30日  | ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～                                  |
| 2020年3月27日  | 週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)                           |
| 2020年3月26日  | EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～                                     |
| 2020年3月25日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)<br>リスクシナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～ |
| 2020年3月24日  | 「ドル化する世界」と新興国通貨の選別                                         |
| 2020年3月23日  | 「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」                                     |
| 2020年3月19日  | 週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)          |
| 2020年3月18日  | FOMCレビュー～「不要不急で自減」は予定通り？～                                  |
| 2020年3月17日  | ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～                                     |
| 2020年3月13日  | 週末版                                                        |
| 2020年3月11日  | ECB政策理事会レビュー～実質的なデビュー戦～                                    |
| 2020年3月10日  | 日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～                                |
| 2020年3月9日   | ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～                                     |
| 2020年3月6日   | 週末版                                                        |
| 2020年3月5日   | 欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～                                |
| 2020年3月4日   | 不要不急の利下げで自減したFRB                                           |
| 2020年3月3日   | 各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて                                         |
| 2020年3月2日   | 最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～                                   |
| 2020年2月28日  | 週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)                       |
| 2020年2月27日  | 健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観                                  |
| 2020年2月21日  | 週末版(最悪されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)                       |
| 2020年2月20日  | 円急落は「日本売り」の結果なのか？<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)           |
| 2020年2月19日  | 危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇                                   |
| 2020年2月18日  | ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・～                               |
| 2020年2月14日  | 週末版                                                        |
| 2020年2月13日  | それほど信頼できない「3月円高説」の実情                                       |
| 2020年2月12日  | 流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～                                |
| 2020年2月10日  | 良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」                                     |
| 2020年2月7日   | 週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)                  |
| 2020年2月6日   | 改善が続く企業マインドをどう読むべきか                                        |
| 2020年2月4日   | 債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～                                     |
| 2020年2月3日   | ブレグジットQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～                                |
| 2020年1月31日  | 週末版                                                        |
| 2020年1月30日  | FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～                                  |
| 2020年1月29日  | メインシナリオに関するリスク点検                                           |
| 2020年1月28日  | デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～                                   |
| 2020年1月27日  | 疫病リスクと金融政策への影響などについて                                       |
| 2020年1月24日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)                         |
| 2020年1月22日  | 日銀金融政策決定会合～「政熱経済」という運～                                     |
| 2020年1月21日  | ECB政策理事会レビュー～底打ち機運に乗り静観～                                   |
| 2020年1月20日  | 米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)         |
| 2020年1月17日  | 週末版                                                        |
| 2020年1月15日  | 「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～                                |
| 2020年1月14日  | 中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～                                |
| 2020年1月10日  | 週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)                         |
| 2020年1月9日   | 予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～                             |
| 2020年1月8日   | 軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～                                 |
| 2020年1月6日   | 2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～                                     |
| 2019年12月25日 | 2020年、レンジ脱却に必要なもの                                          |
| 2019年12月24日 | 2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～                                  |
| 2019年12月23日 | スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～                             |
| 2019年12月20日 | 週末版                                                        |
| 2019年12月19日 | 米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？<br>本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)  |
| 2019年12月18日 | やはり上げを失った債券相場～政治も金融も債券の足枷～                                 |
| 2019年12月17日 | 日銀金融政策決定会合レビュー                                             |
| 2019年12月16日 | 英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～                                  |
| 2019年12月13日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)                          |
| 2019年12月12日 | FOMCを終えて～「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」～                            |
| 2019年12月11日 | 円の基礎的需給環境～基礎収支に映る変化～                                       |
| 2019年12月10日 | 道標を失った為替市場～マイナス金利解除がキーに？～                                  |
| 2019年12月9日  | 英国総選挙の論点整理～事実上、「2度目の国民投票」～                                 |
| 2019年12月6日  | 週末版(2019年の為替市場を概観する～円は結局強かった～)                             |
| 2019年12月5日  | ECB政策理事会レビュー～デビュー戦、3つの見どころ～                                |
| 2019年12月3日  | ドイツ政局の流動化について～メルケル退任まであと2年～                                |
| 2019年12月2日  | 金融政策に環境配慮は必要か？～制御すべきは気候ではなく物価～                             |
| 2019年11月29日 | 週末版                                                        |
| 2019年11月26日 | 円安リスクの点検～「ツケ」が怖い2020年～                                     |
| 2019年11月25日 | 名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場                                |
| 2019年11月22日 | 週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨～「結束(unity)」と財政政策～)              |