

みずほマーケット・トピック(2021年7月5日)

Pandexit と格差拡大～BIS 年次報告～

国際決済銀行(BIS)が2021年の年次報告書を公表。『A bumpy pandexit』と題したチャプターから始まる報告書はコロナショックを受けた経済・金融情勢の現状と展望を端的に描き切っている。報告書は財政・金融政策により短期的な対応を打つことが、長期的には格差拡大という問題に繋がっていることを指摘。“Pandexit”に関して「道のりが平坦ではない(will be bumpy)」と指摘する背景は財政・金融政策の効果が地域ごとに異なるという事実もさることながら、そうした政策対応が資産価格の騰勢を通じて格差拡大に寄与したり、次の危機の芽になったりすることも念頭にある。つまり、「短期的にも、長期的にもbumpy」というのがBISの本音に見える。近年、「景気動向に対してインフレがあまり変動しなくなっている」という事実がある。これにより、雇用に筆頭に景気回復に貢献できる金融緩和策が放置されやすくなっている。それは資産価格上昇を通じて格差拡大にも繋がっている。短期的な危機対応の結果、長期的な危機の可能性が高まるというトレードオフが認められる。政府・中銀が危機のたびに格差を拡大させる現状に対してどう対処すべきか。漠然とした気候変動対応よりも格差拡大対応の方が説得力はある。

～Pandexit と格差拡大～

先週6月29日、国際決済銀行(BIS)より2021年の年次報告書が公表されている。『A bumpy pandexit』と題したチャプターから始まる報告書はコロナショックを受けた経済・金融情勢の現状と展望を端的に描き切っている。現状に関しては「患者の体調は良くなりつつあるが、完全回復はまだ」とされ、「身体の節々は健康だが、そうではないところもある」と病人に例えたところから切り出される。この患者や身体は世界経済であり、新興国を中心として出遅れが顕著な経済圏の存在を懸念している。報告書は財政・金融政策により短期的な対応を打つことが、長期的には格差拡大という問題に繋がっていることを再三指摘している。“Pandexit”に関して「道のりが平坦ではない(will be bumpy)」と指摘された背景は財政・金融政策の効果が(恐らくはワクチン格差もあって)地域ごとに異なるという必然の事実もさることながら、そうした政策自体が資産価格の騰勢を通じて格差拡大に寄与したり、また次の危機の芽になったりすることが念頭にある。「短期的にも、長期的にも bumpy」というのが BIS の懸念する正確な状況と見受けられた。

年次報告書のテーマは多岐に亘るが、中心的な問題意識は「金融政策と格差拡大の関係性」と見受けられたので、今回の本文ではその点を掘り下げてみたい。それ以外にも、今後の世界経済にまつわる3つのシナリオも提示されており、それも論点整理として非常に有用であったが、今回の本欄では問題意識を格差拡大に絞り、3つのシナリオについては機会を改めてレビューしたい。

～Pandexit と格差拡大～

遅かれ早かれパンデミックは終わることになる。そうなった場合に備え、政策当局者は長期的な

課題を検討する必要がある、というのが今回の BIS 報告書が提示した最大の問題意識である。長期的な政策課題として報告書が指摘する点として目についたのは①政策の糊代を確保せよという点、そして②格差拡大に配慮せよという点である。①に関しては「財政、金融政策の糊代 (safety margins) を如何に再構築するか」と表現され、「薄い糊代 (thin safety margins)」しかない経済はいずれ訪れる不測の事態や景気後退に脆弱であるため、今後訪れる景気回復局面ではそれを少しずつ拡大すべきだと主張されている。この点も、BIS が提示する 3 つのシナリオをレビューする際に一緒に議論するとして今回は割愛したい。

～危機のたびに政府・中銀が格差拡大～

問題は②である。報告書では終始、「異例の低金利継続と大規模な資産購入は正常化が難しいだけでなく、金融政策によって『所得・富の不平等 (income and wealth inequality)』を悪化させるという認識を広めた」と指摘している。金融政策によって生じる金利の変化は所得、バランスシートそして資産価格の変化を通じて経済活動に影響を及ぼすため、当然、マクロ経済における分配に影響をもたらす。例えば、金利が下がった場合、所得・富は債権者から債務者へ、借主 (tenants) から大家へ、若者から年輩者へ、そして預金者から株式投資家へと再分配を引き起こす。

もちろん、金利変化で生じる所得再分配の効果は短期的なものであり、より重要な不平等拡大要因はもっと構造的なものだ。例えば、教育や健康そして機会均等を促す政策や(富裕層への課税などの)税制が再分配に大きく影響する要因と考えられる。詰まるところ、所得分配自体は貨幣的現象ではないので、金融政策が十分な対策手段になることはない。だが、中銀が安定を目指すべきマクロ経済という巨視的な視点で見た場合、格差拡大に繋がる 2 つの論点がある。それが①逆進性を持つ税金と見なせる「インフレ」と②失業を通じて貧困層を傷つける「不況」である。この 2 つが不公平を生み出す 2 大マクロ経済現象であり、だからこそ「金融政策がより公平な世の中のためにできることは、物価・経済を安定させること」と BIS 報告書も主張している。

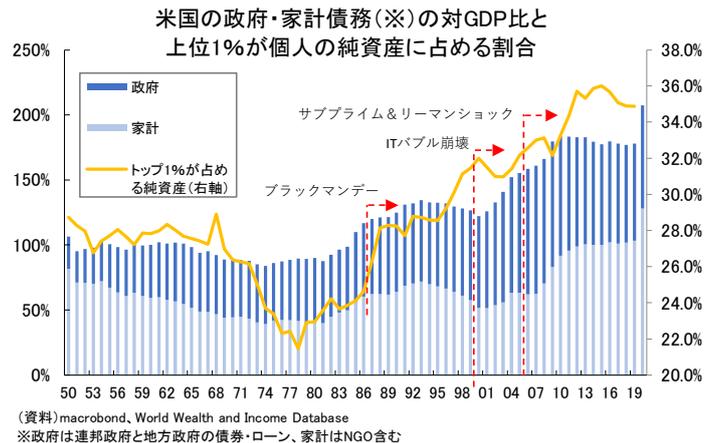
ここで近年の中銀が直面する難しい問題が「景気動向に対してインフレがあまり変動しなくなっている」という事実である。グローバル化や技術革新を通じて経済活動が効率化されていることもあり、インフレ期待は安定的な状況が続いている。コロナ以前、米国では完全雇用が実現されていたが、結局インフレが問題になることはなかった。これは中銀にとっては痛し痒しという状況である。というのも、低金利や大規模資産購入で景気を拡大させ、雇用回復に寄与してもインフレに悩むことがなくなったということは、短期的には「痛みを伴わず現状改善ができるようになった」ということを意味している。当然、雇用回復は不平等の削減にも繋がるので低金利や大規模資産購入は放置されやすくなる。しかし同時に、そうした緩和策は資産価格を引き上げ不平等を拡大させやすく、それ自体がバブルに繋がる種にもなりかねない。バブルが破裂すれば、より積極的な緩和策が再び展開されるのは目に見えている。その際、格差はまた拡大する。金融政策だけではなく、財政政策も類似の軌道を辿るだろう。結局、政府・中銀が危機のたびに格差を拡大させる格好になってしまう。短期的な危機対応の結果、長期的な危機の可能性が高まるというトレードオフがあるのだ。

～気候変動対応に比べれば遥かに説得力あり～

こうしたトレードオフを解消するためには、「よりバランスの取れたポリシーミックスが必要」と BIS は

提言する。具体的には、銀行監督を中心とするマクロプルーデンス政策で金融システムの頑健性を強め、金融ブームを抑制することが必要と説く。その上で、マイクロプルーデンス政策を通じて金融ブームが仮に発生し、破裂したとしても耐えられる強化された銀行部門を構築することも必要だと提言されている。最後に景気回復を支えるバックストップとして財政政策の役割が求められるとも提言されている。こうしたポリシーミックスの運営が無為に格差拡大を助長しない政策運営のために必要というのが BIS の立場と見受けられる。報告書は「重要なことは明確だ (the bottom line is clear)」と締め、「より適切な所得配分を長期に実現するならば、不断の構造改革は不可避」としている。

総じて BISらしい「危機は予防できる」という前提(いわゆる BIS ビュー)に立った提言であり、正直なところ、ややナイーブ過ぎるくらいも感じる。だが、上で述べたように、危機の度に格差が拡大しているのは事実であり、その背景に恐らくは政府・中銀の大規模なマクロ経済政策が寄与している可能性は高い。過去の本欄でも議論したように、国連大学世界開発経済研究所 (UNU-WIDER) の公表する世界所得格



差データベース (WIID) を見ると、大きな危機を経るたびに政府債務が積み上がり、格差拡大も同時進行している (図)。「政府債務の積み上がり」と「格差拡大」の間に株や不動産などの資産価格上昇があるのだろう。もちろん、そうしたタイミングでは金融緩和も行われている。図示されるように、既に政府債務は戦時並みに積み上がっている。統計上、2020 年分は未公表だが、昨今の株価上昇を踏まえれば格差拡大を示す「トップ 1%が占める純資産の割合」は上昇している公算が大きい。

格差拡大は選挙を通じて一国政治の在り方に大きな影響を与える、気候変動問題と並ぶ世界規模で検討すべきテーマである。日常生活に近いという意味では気候変動問題よりも格差拡大の方が訴求力は高いだろう。政策と効果の因果関係が今一つ明らかではない中銀の気候変動対応に比べれば、早めの出口戦略やマクロ・マイクロプルーデンス政策を通じて中銀として格差拡大の解消に寄与できるという主張の方が遥かに説得力はある。もちろん、その際、「早めの出口戦略 (糊代づくり)」が实体经济にどの程度の悪影響を持つのかは議論を尽くさねばならないテーマだが、BIS ビューに立てばそれは「大事の前の小事」として耐えよということになるのだろう。Pandexit というフレーズは今後多用されそうだが、無為に格差拡大を招かないためには、どのような財政・金融政策運営に収束させていくべきなのかという視点は今から備えたいものだと考えさせられる。

市場営業部兼金融市場部
 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

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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は?
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策?～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか?
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか?
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株値と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイェレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか?
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イェレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに?
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」「コロナ抑制状況」「原油」「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目?～ハイライトは4～6月期か?～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCプレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連られたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか?
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下がらない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新形態～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか?～一過性のまよかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに?～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか?
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC?～)