

みずほマーケット・トピック(2021 年 10 月 7 日)

インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～

スタグフレーションへの懸念が高まっている。現状、中銀はインフレ高進を一時的と評価するが、そもそも「一時的ではなく恒常的」と中銀の口から言えるはずもない。「実は一時的ではない」という可能性も念頭に置きたいところ。注目されるエネルギー価格上昇に関して言えば、供給側の問題を指摘する声が多い。供給制約に関しては①クリーンエネルギーの脆弱性や②生産国による意図的な供給制約という視点がありそう。①が大きくて長期的な話、②が短期的な話。②はノルドストリーム 2 に絡んだ欧州の安全保障と直結する複雑な問題である。①に関して言えば、「古い時代」と「新しい時代」の狭間ゆえ、供給能力が万全ではないという事実がある。「最適な脱炭素のペース」と「クリーンエネルギー生産のペース」が合致するまでこうした不安定は断続的に発生する恐れ。今の世界経済が直面する混乱は「それでも地球の気温が下がるために仕方ない」を問われているようにも。「目先の生活」と「地球の気温」を天秤にかける状況。

～もはや一時的とは言えないインフレ高進～

ここに来て世界経済のリスクは新型コロナウイルス感染拡大が脇に置かれ、供給制約を背景とするインフレ高進、具体的にはスタグフレーションではないかとの声が高まっている。現状、FRB や ECB はこれを一時的なものと評価しているが、市場参加者としては、徐々にこうした情報発信を真に受けるべきかどうか逡巡すべきステージに入っているように思う。例えば、その供給不足が様々な財の生産不足に繋がっていると言われるものに半導体がある。半導体不足に関しては春先の時点で「夏には解消」という声があったし、その後は「年内には解消」という声もあった。だが、今や「2022 年上半期までは厳しい状況が続く」という評価も出ている。今後に関し確たることは言えない。

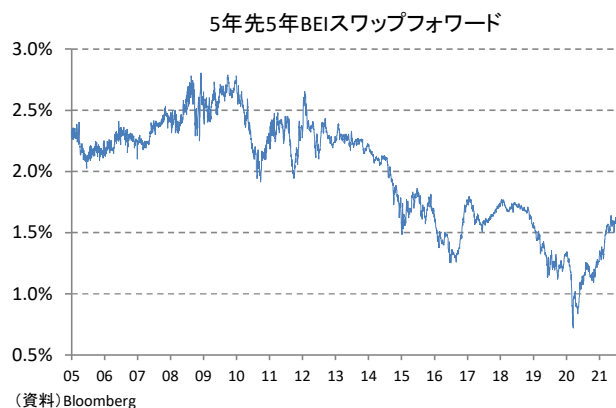
各国中銀はインフレ高進を一時的と整理するが、そもそも「一時的ではなく恒常的」と中銀の口から言えるはずもない。物価は景気の遅行系列であり、自律的な上昇局面に入れば引き締めでは制御できなくなっている可能性が高い。金融政策の効果はラグを伴って発現するのであり、インフレ懸念を軽々に認めるわけにはいかない。市場参加者は中銀に対し「もはや一時的とは考えていないかもしれない」という目線を持ち、「次の一手」を予想しなければならないのではないか。

～認めつつある ECB～

既に ECB 高官からはインフレの脅威を示唆する発言も見られている。昨日はホルツマン・オーストリア中銀総裁が「今のところ現在のインフレ加速が一過性であるとの望みにこだわるのは確かだ」と述べた上で、「ここに来て若干より慎重になる必要がある。なぜなら供給制約と重要な材料の価格上昇がしばらく続く可能性は明らかになっているからだ」と懸念を表明したことが応じられている。元よりホルツマン総裁はバイトマン独連銀総裁と並んで政策理事会内ではタカ派で鳴らす当局者として知られるため、多少割り引いてみる必要があるにせよ、「一時的と言ったものの、そうではなくなっ

ている可能性もある」という趣旨の懸念は傾聴に値する。現状、ECB の公式見解はラガルド ECB 総裁が 9 月下旬に欧州議会で証言したように「上昇の大部分は一時的なもの」というものだが、疑義を呈するメンバーも今後は増えてくる可能性がある。

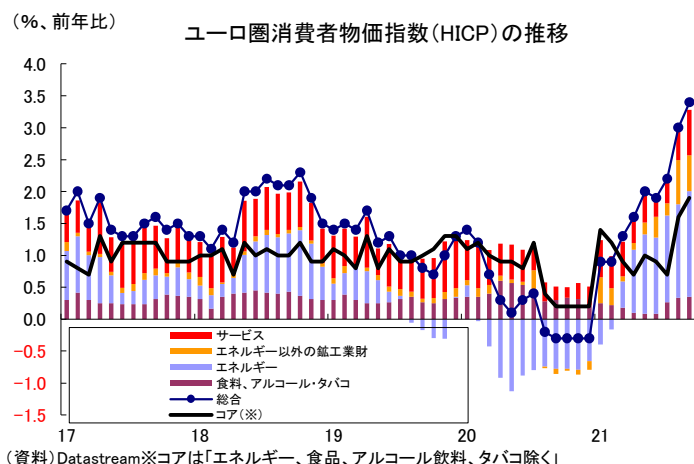
なお、ECB が伝統的に注視する市場ベースのインフレ期待である 5 年先 5 年物インフレスワップフォワード(5 年先 5 年物 BEI)は 2015 年 7 月以来、約 6 年ぶりの水準まで上昇している(右図)。かかる状況において、パンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の手仕舞いが議論される可能性は高まっていると考えるべきだろうか。いずれにせよ、一部メンバーにおいて「一時的ではないかもしれない」との懸念が浮上していることは政策決定に小さくない影響



を持つだろう。こうした動きは FRB を筆頭に他の中央銀行でも広がってくるであろう。もっとも、この期に及んでもまだ物価が下落している日本には(幸い?) 関係の無い話ではあるが。

～「エネルギーだから一過性」とも割り切れず～

リーマンショック後の世界ではインフレ率の低迷が常態であり、上昇する際は大体が「エネルギー価格上昇による一過性の現象」と整理できるものだった。今回もインフレ高進の主因はエネルギー価格であり、例えばユーロ圏で言えば半分以上はそれで説明可能である(図)。しかし、「だからインフレ高進は一過性なのだ」と言い切れない難しさがある。言及すべき論点が複雑に絡み合っているため丁寧に議論を進めてみたい。



まず、需要と供給の観点に切り分けて理解するのが基本だろう。需要面で言えば、世界経済の急回復に伴う需要拡大にエネルギー供給が追い付いていないという本質的な論点はある。昨年春、世界経済が同時に「谷」に落ちた際、原油先物価格がマイナスを記録したように、世界経済が同時に「山」へ駆け上がればやはり類似の異様な動きに繋がってしまう。

そうした需要動向を前提に供給動向を見る必要がある。やはり、エネルギーを供給する側の能力問題を指摘する声は多い。ここでも論点は多岐に亘るが、整理すると①クリーンエネルギーの脆弱性や②生産国による意図的な供給制約という問題がある。①が大きくて長期的な話、②が短期的な話である。②は、OPEC プラスによる減産合意が原油価格の上昇を招いたことは元より、ロシアの動向が天然ガスに与える影響も注目されている。欧州では天然ガスの指標価格である「オランダ TTF(11 月限)」が 6 日午前の取引で年初から約 8 倍という異様な事態に陥っており、これが価格

支配力を持つロシアによる意図的な操作ではないかとの疑惑も持ち上がっているが、プーチン大統領はあくまで需要拡大に要因を求め疑惑を否定している。とはいえ、昨日は9月に完工した天然ガスパイプライン「ノルドストリーム 2」の早期稼働と欧州への供給増加にプーチン大統領が言及したことで天然ガス価格は急落している。ロシアが隠然たる影響力を行使している事実は否めない。

EU 内ではノルドストリーム 2 に依存することが安全保障上の危機に繋がるとして慎重な向きもあるが、背に腹は代えられず、現に生殺与奪を握られてしまっている現実と直面したことになる。並行して米国の液化天然ガス(LNG)なども調達先として検討され得るが、やはり隣国ロシアから陸送される天然ガスの方が安価であり、結局は依存するしかない現実がある。周囲の反対に遭い、犬猿の仲であるプーチン大統領の存在を脇に置いても、メルケル首相がノルドストリーム 2 計画の完遂に拘ったのは代替案がないことが分かっていたからであろう。

～始まる対立構造、「目先の生活」vs.「地球の気温」～

その上で大きな話として①を考える必要がある。既報の通り、世界全体が脱炭素に向けて舵を切っており、再生可能(クリーン)エネルギーへの切り替えが各所で模索されている(ロシア産天然ガスは安価である上にクリーンということでも魅力がある)。その意味で今は「古い時代」と「新しい時代」の狭間であり、狭間であるがゆえに、供給能力が万全ではないという実情がある。クリーンエネルギーの貯蔵は難しく、脱炭素のペースが早過ぎれば当然エネルギー価格の需給均衡を崩すことになる。筆者はエネルギーの専門家ではないので詳述は控えるが、「最適な脱炭素のペース」と「クリーンエネルギー生産のペース」が綺麗に合致するまでこうした不安定は断続的に発生するのではないかと。場合によっては、前者を調整するために「やはり化石燃料への依存はある程度必要」という政治的な決断も必要になる可能性がある。

批判を恐れずに、極めてラフな言い方をすれば、今の世界経済が直面する混乱は「それでも地球の気温が下がるために仕方ない」と割り切れるかどうかが問われているようにも思える。「目先の生活」と「地球の気温」を天秤にかけて、どういった政治判断が下されるのか。ミクロな話をすれば、例えば全てが電気自動車に切り替わったとして「貴方の雇用は明日からなくなります、空気は綺麗になりました」と言われて受け入れられるだろうか。公的年金が ESG 投資に傾斜した結果、「貴方の年金資産が半分になりました。しかし地球の気温は下がりました」と言われて納得できるだろうか。

ESG 活動の一環としての脱炭素機運は不可逆的なものと見受けられるが、足許のインフレ高進騒動は、人類にその本気度を問いかけ始めた兆候のように感じられる。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オペを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
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実
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価と米消費者心理
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エレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)