

悪循環に陥る世界的な 物価高騰と財政依存

2023年1月23日

三菱UFJリサーチ&コンサルティング株式会社

調査部 主席研究員

廉

かど

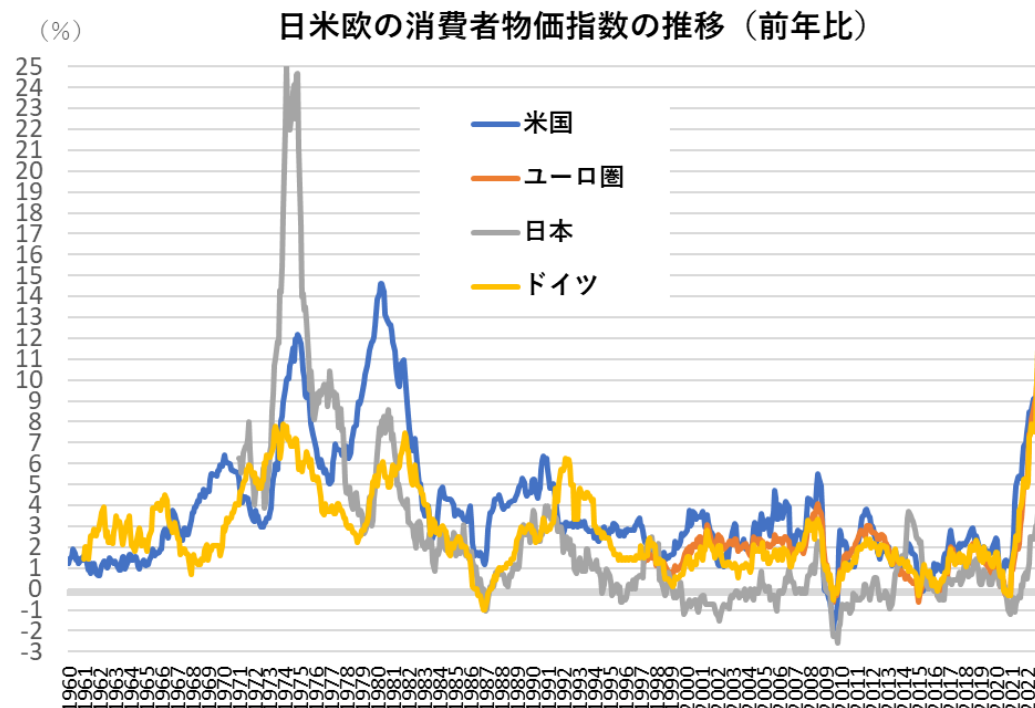
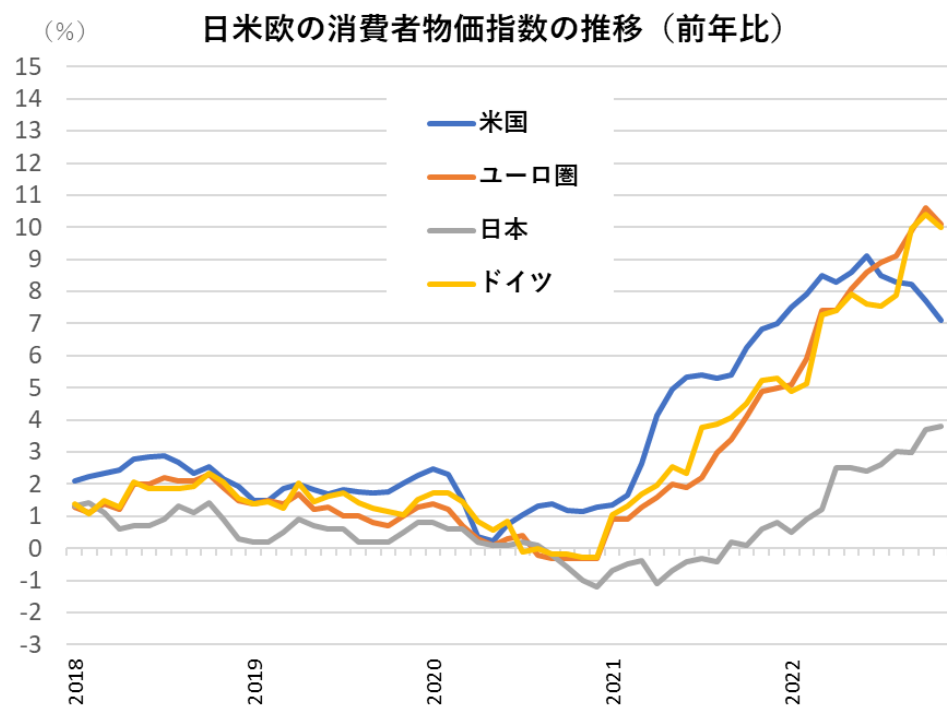
了

さとる

- 世界的にインフレが高騰し、急速な沈静化は見込めない状況にある。特に欧州については、戦後例を見ないインフレ率に達している。日本も徐々に上昇しており楽観視できない。
- インフレのきっかけは、エネルギー価格の高騰とロシアによるウクライナ侵攻であるが、各国の財政依存体質もインフレの要因である。コロナ禍で、各国は大規模な減税や給付金支給を行ったため、財政収支が大幅悪化したことがインフレに繋がっている。
- こうした財政依存を中銀が量的緩和が支えた。その結果中銀の総資産が膨張した。しかし、各国が金融引き締めへ転ずる中、量的緩和政策も終了し、中銀の総資産は今後縮小してゆく。一方、日銀は、長期金利上昇を抑えるための国債大量購入が続いている。
- インフレ鎮静化のため、各国中銀は利上げペースを加速している。日銀は、マイナス金利を維持しているが限界に近付いている。
- 各国、一連の財政依存で政府債務が積みあがっている。特に、長期に渡り財政に依存してきた日本は政府債務残高は突出しており、債務削減は容易ではない。
- 日本の場合、債務削減には、“金融抑圧”が不可避の状況にある。実際行われた第二次世界大戦後の英国の状況が異なるため、日本で“金融抑圧”が成功するかどうかは不透明。

高騰するインフレ・・・特に欧州は歴史的水準に

- 世界的にインフレが高騰。急速な沈静化は見込めない状況
 - ✓ 特に欧州については、戦後例を見ない水準に達する。
- 日本も徐々に上昇へ



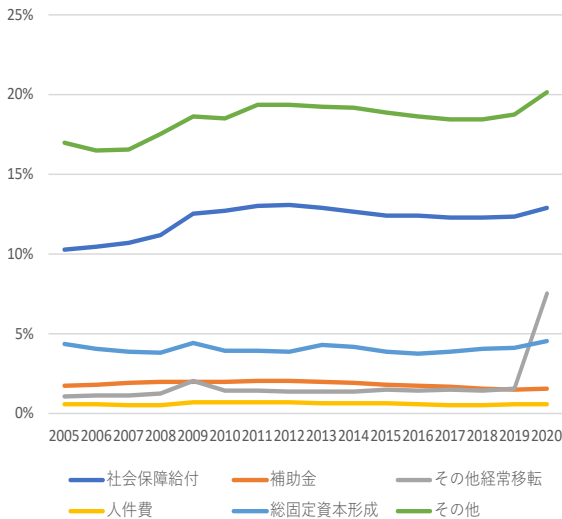
(資料) 米労働省「Consumer Price Index」、IMF「International Financial Statistics」、欧州統計局「Harmonised Index of Consumer Prices」、総務省「消費者物価指数」

インフレの背景となる各国の財政依存体質

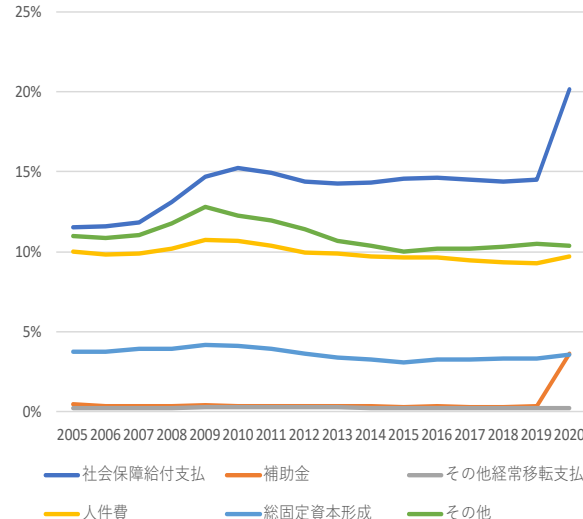
- インフレのきっかけは、エネルギー価格の高騰・ロシアによるウクライナ侵攻。
- エネルギー価格が落ち着いても納まらず。各国の財政依存体質もインフレの要因に。
 - ✓ 財政依存状態となるのは、日本は1990年代以降。欧米はリーマンショック以降。
 - ✓ コロナ禍で、各国は大規模な減税や給付金支給を行ったため、財政収支が大幅悪化。

日米の項目別一般歳出(対GDP比)の推移

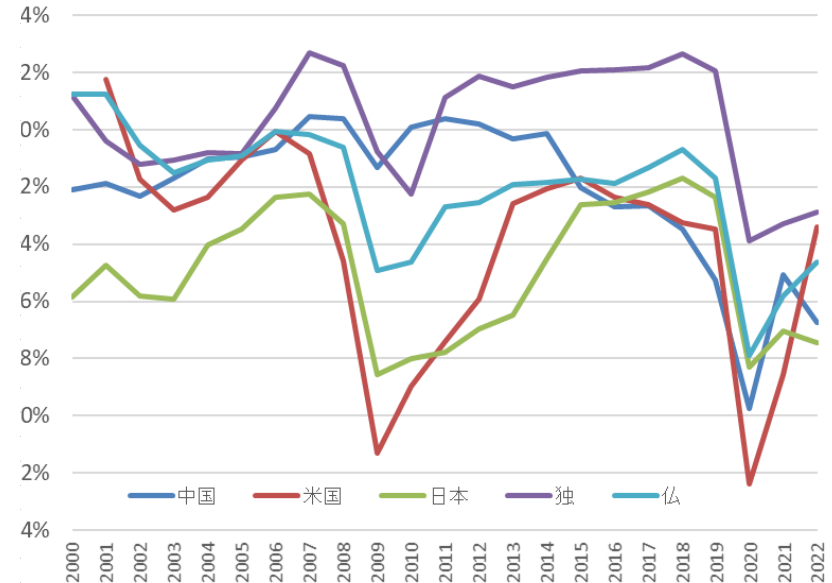
日本



米国



主要各国の基礎的財政収支(対GDP比)の推移



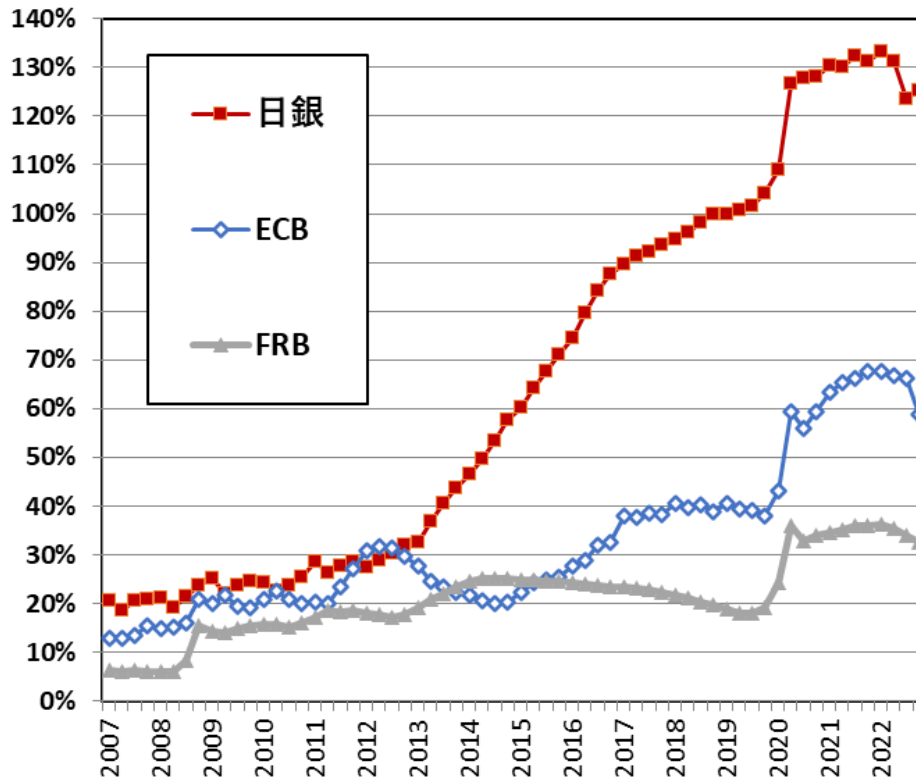
(出所) IMF "World Economic Outlook"

(出所) OECD Statistics

大量の国債発行を支える中銀

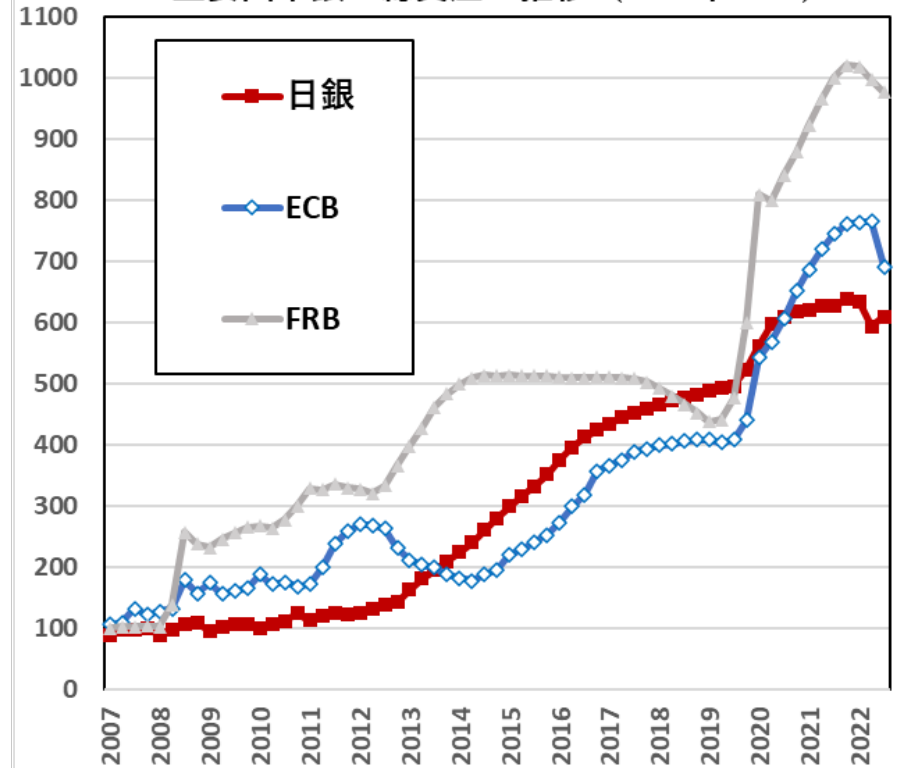
- 財政依存体質が定着する中、各国外銀が量的緩和により財政を支える。
- しかし、各国が金融引き締めへ転ずる中、量的緩和政策も終了へ。
- 一方、日本は、長期金利上昇を抑えるための国債大量購入が続く。

先進国中央銀行の総資産（対GDP比）の推移



(出所) 各国外銀資料より作成

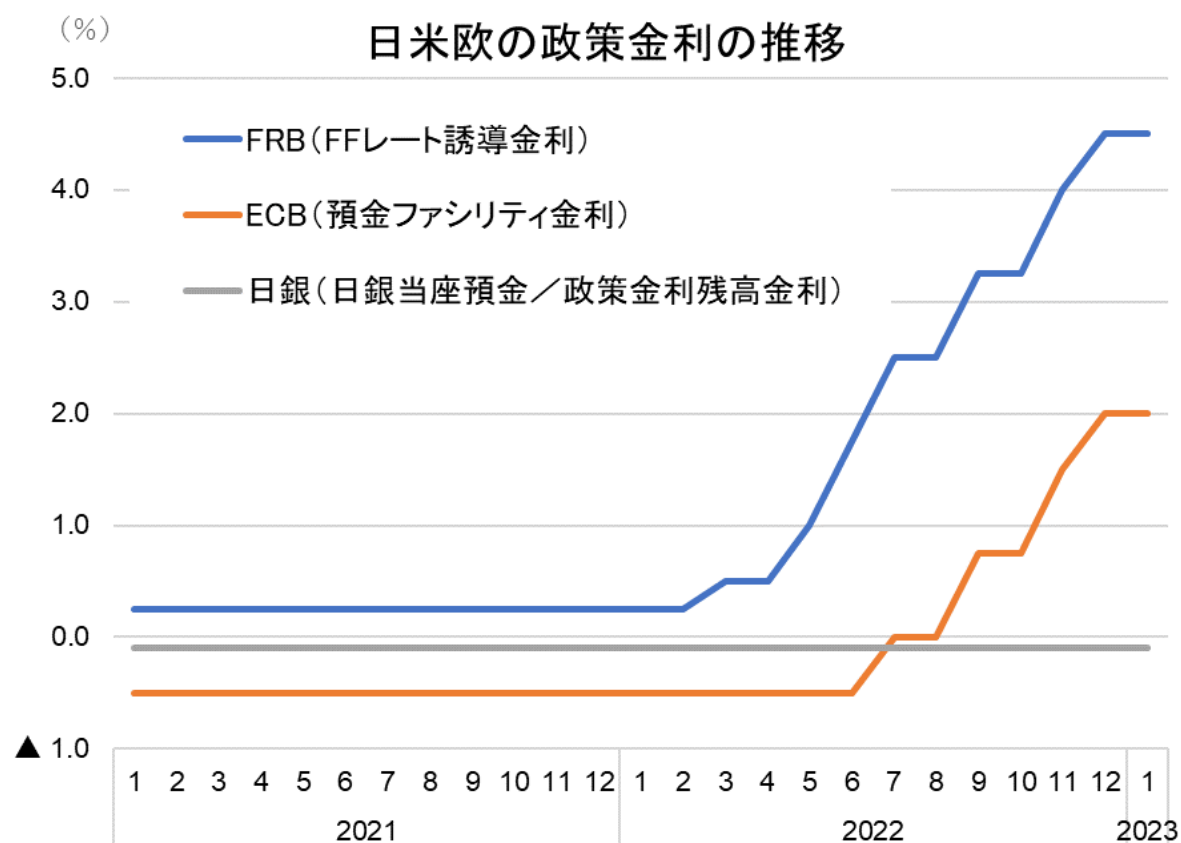
主要国外銀の総資産の推移（2016末=100）



(出所) 各国外銀

物価高騰のため、急ピッチに利上げする各国中銀

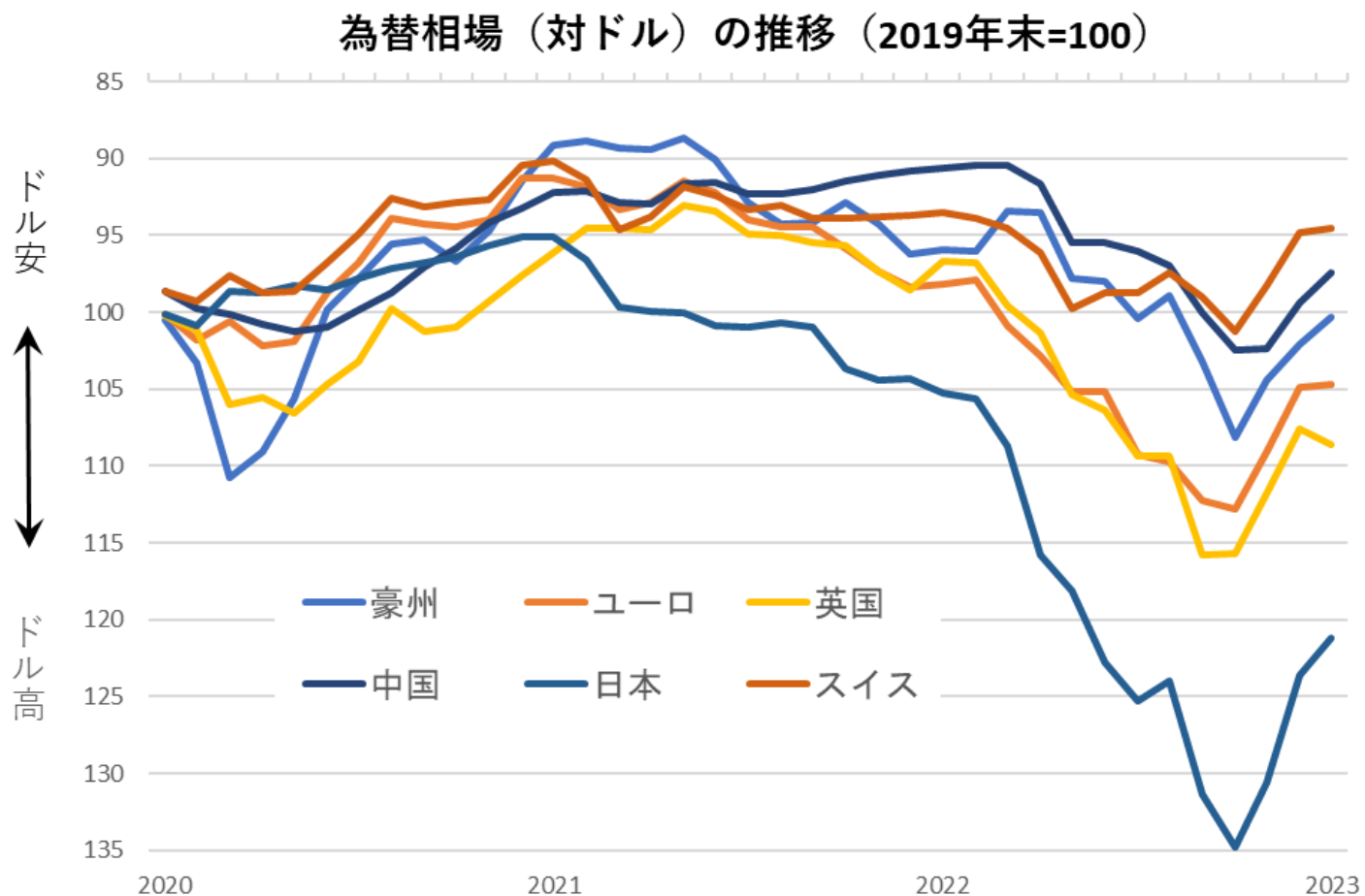
- インフレ鎮静化のため、各国中銀は利上げペースを加速。
- 足元、インフレ鎮静化の兆しもあり、利上げペース鈍化も。
- 日銀は、マイナス金利を維持しているが、限界も（長期金利の変動幅は0.25%⇒0.5%へ拡大）。



(資料) 各国中銀

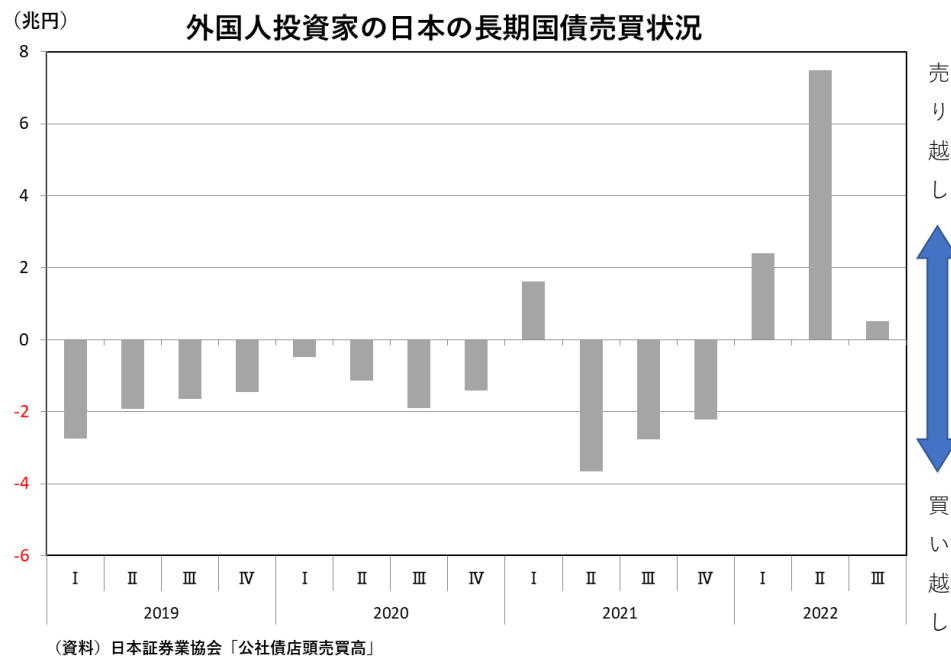
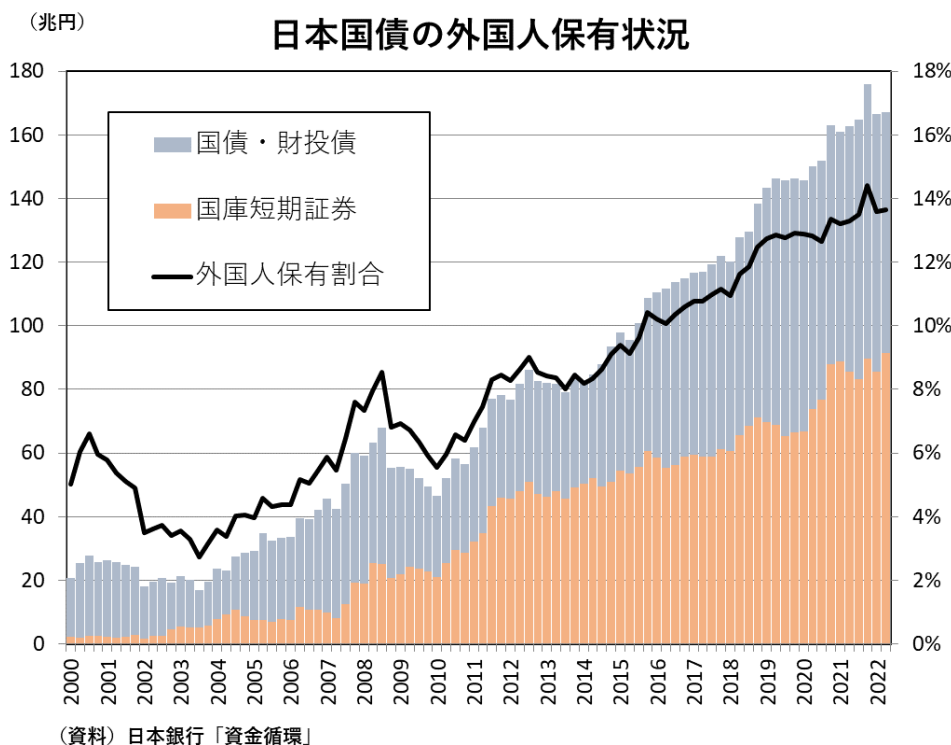
FRBの急速な利上げとともにドル高傾向に

- FRBの急ピッチな利上げにより、世界的なドル高傾向が続いた。
- しかし、足元、FRBの利上げ鈍化観測により、ドル高もやや揺り戻し



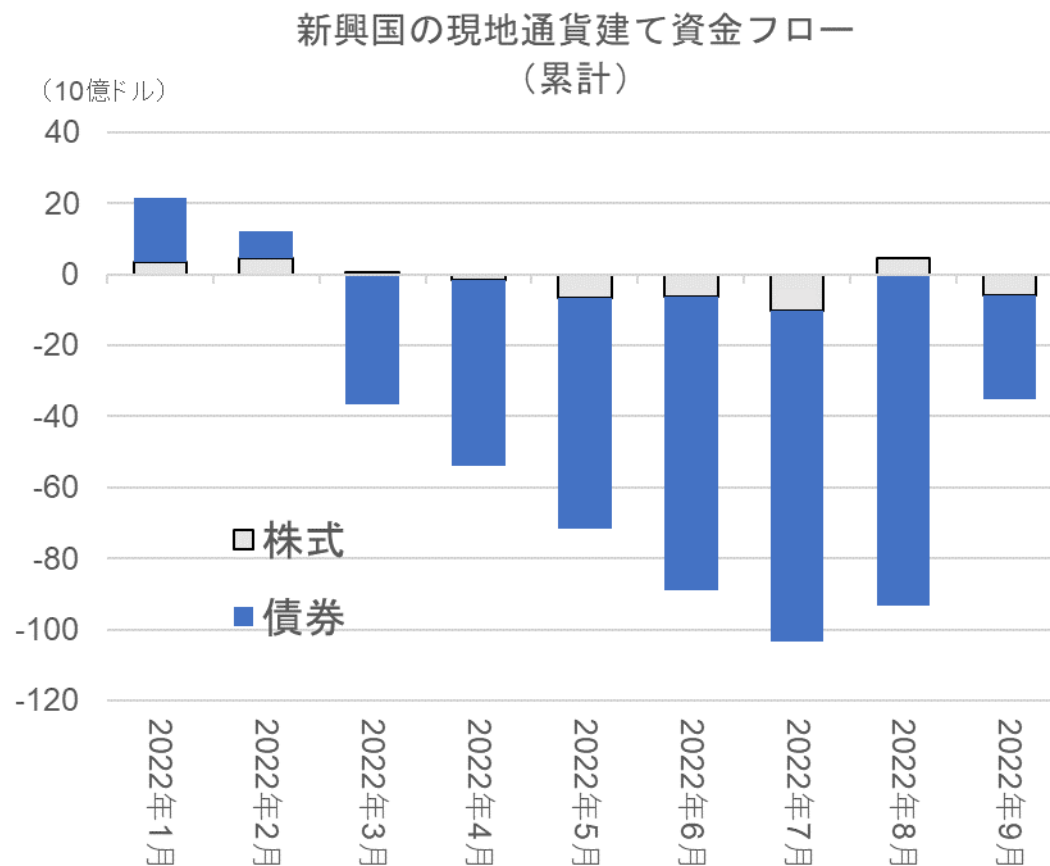
日本国債への外国人の影響高まる

- 日本国債の外国人保有比率は上昇し14%レベルに。
- 日本国債も外国人の動向に左右されやすい構造に。
- 外国人投資家が、足元売りに。



米国の利上げの影響で、新興国から資金引き揚げの動き

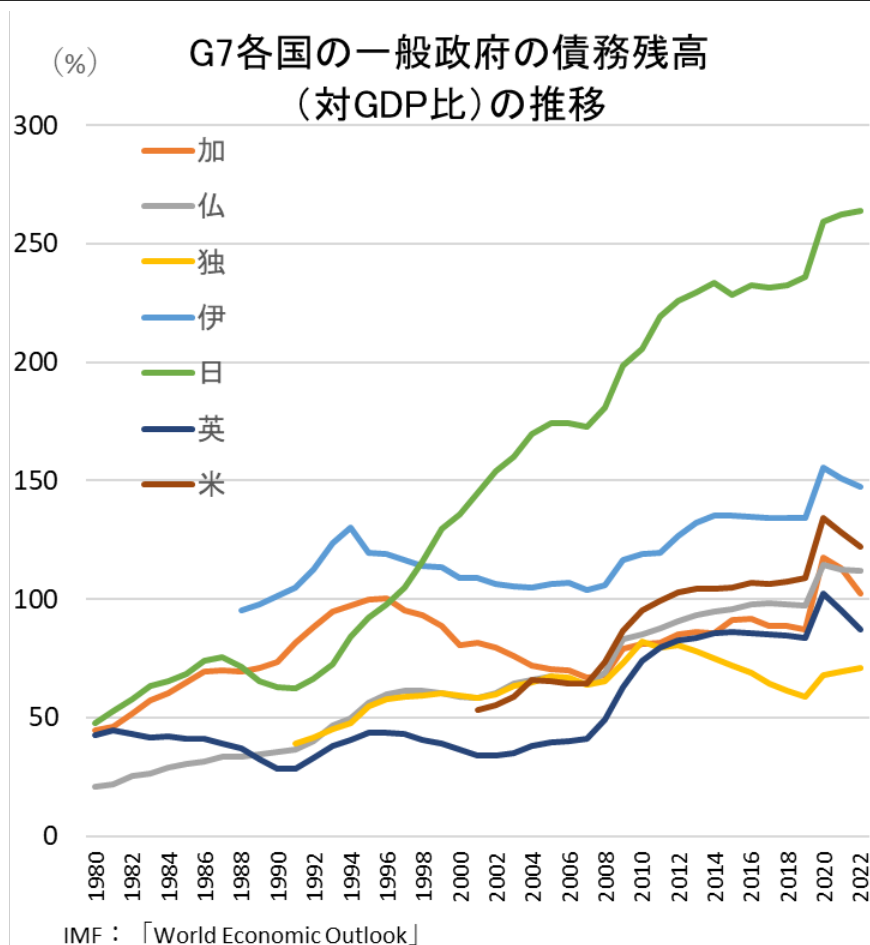
- 米国の利上げの影響で、新興国からの資金引き揚げの動き強まる。
- ドル高・新興国通貨安の影響で、経済危機・経済破綻するケースも(例:スリランカ)。



(資料)IMF「国際金融安定性報告書」

詰みあがった政府債務を削減できるか・・・“金融抑圧”

- 各国、一連の財政依存で政府債務が積みあがる。日本は突出。
- この債務削減は容易ではない。
- 日本について、債務削減には、“金融抑圧”不可避か(例:第二次世界大戦後の英国)。



(ご参考) 英国の金融抑圧

- 英国は、第二次世界大戦後、戦費調達のための政府債務が積み上がり、1945年時点で日本同様GDP比250%以上の債務を抱えていたが、以降急速に低下。
- 低下の主因は、債務返済ではなく物価上昇。金利上昇を抑える一方、物価上昇率は金利を上回り、実質金利(金利－物価上昇率)はマイナスであったため、物価上昇によって名目GDPが増加し、債務残高(対GDP比)が低下。
- しかし、英国は「金融抑圧」の後遺症も
 - ✓ 安易にインフレに依存し、痛みを伴う構造改革が先送りされたため、1960年代以降、英国経済は長期停滞期に(英国病)。
- 「金融抑圧」が可能となった英国独自の要因も。
 - ① 英国の債務増大は戦費調達。戦争が終わると国債の発行額は激減し、英国は1947年以降、プライマリーバランス黒字に。
 - ② 戦争で破壊されたインフラや資本設備を復旧するための投資が増え、高水準の名目成長率上昇が続いた。
 - ③ 当時の英国は、資本移動は、今日ほど自由で活発ではない(資本逃避起こらず)。
- 今の日本は事実上「金融抑圧」を実行。しかし、①日本は当時の英国と違い債務残高増大は社会保障関係費の増大に因るものであり財政収支は赤字、②金利や国際資本移動は自由化されているので、金利やインフレ率をコントロールすることは困難である。
- 英国の状況が異なるため、日本で「金融抑圧」が成功するかどうかは不透明。

ご利用に際してのご留意事項を記載していますので、ご参照ください。

(お問い合わせ)調査部 廉(かど) TEL:03-6733-1641 E-mail:chosa-report@murc.jp

〒105-8501

東京都港区虎ノ門5-11-2 オランダヒルズ森タワー

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一的な見解を示すものではありません
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください