

欧州、コロナ後インフレ懸念

世界中で紙幣の印刷による政府借り入れが急増している。この結果、長期にわたってインフレが高進する可能性は高い。

新型コロナウイルスのパンデミック（世界的な大流行）が収束しても、各国政府がすぐに財政改善のための増税や歳出削減に動くとは思えない。むしろ中央銀行を利用し、インフレによって税収を増やそうとするだろう。国債投資家は巨額の損失を被る。欧州ではユーロ安がインフレの危険を増幅している。

貯蓄活用、程遠く

世界的なインフレの脅威がどれほど大きいかは、仮説として、健全な金融システムの下でどのようなパンデミック対策がとられるかを考えればすぐに分かる。中銀は目先の流動性危機に対応するため、緊急にマネーサプライを増やす。ただ、危機が終わったら資金を引き揚げるの

が前提だ。政府は被害者支援のため、大規模な社会保障プログラムを展開し、同時に、その後の巨額債務の縮小に向けて連帯税の導入を計画するだろう。そうすれば、民間貯蓄を生産的な用途に回せる。ところが、現実はこちらの状態には程遠い。

このままいけば、米連邦債務は、2021年末までに国内総生産（GDP）の150%に近づく（パンデミックの前夜には105%だった）。米連邦準備理事会（FRB）が恒久的な金融緩和に固執しているためだ。

パンデミックの供給ショックが薄れ、恐慌の底から投資が急回復すると、当然ながら金利に上昇圧力がかかる。パンデミックの間に多額の貯蓄が政府債務に流れたほか、以前の資産インフレ当時に行われた悪しき投資が露呈して、資本不足が明らかになるからだ。FRBは利上げに抵抗することで、インフレ率

ハドソン研究所 シニアリサーチフェロー

ブレンダン・ブラウン氏

の上昇を招き、脱グローバル化がそれに拍車をかけるだろう。

欧州中央銀行（ECB）が大変な勢いで紙幣の印刷を続ける中、欧州の政府債務も、最も苦境にあるイタリアとスペインで急拡大している。今のところ、ECBのラガルド総裁は、FRBのパウエル議長に比べて弱腰にみえるかもしれないが、ドイツとの相互信頼の懸け橋になるようとする努力は評価できる。

膨らむジャンク債

ラガルド氏はいずれ、その信頼をあてにするつもりだ。同氏はマイナス金利を拒否し、金融政策でイタリア国債の価格を下支えすることへの反対を公にすることで、ドイツのメルケル首相から、ECBの新たな資産購

入プログラムへの暗黙の了解をとりつけた。資産購入は、南欧の欧州連合（EU）加盟国の国債購入が中心になる。

欧州にとってインフレの脅威が米国より大きいには、2つの理由がある。まずECBのバランスシートでは、主に弱い国や銀行への融資を中心とした低格付け債（ジャンク債）が猛スピードで増えている。パンデミック後に景気が力強く回復した場合、ECBが金利を引き上げたり、バランスシートを縮小しようとしたらすれば、巨額の損失が明らかになる。

第2に、ECBのイタリアやスペインへの膨大な貸し出しが、ドイツの銀行への大量の預金という形で回帰している。ドイツの銀行預金は同政府による

保護を前提としているため、ユーロ圏の他の地域よりも安全だと広く考えられている。ECBの融資がドイツに回帰する結果、ユーロ圏の決済システムを持つドイツ連銀の信用残高が20年には倍増し、GDPの40%を占める可能性がある。

ドイツは、この膨大な信用が、同国の納税者がイタリアやスペインの債務不履行を全面的に負担する可能性を意味していることを認識している。累積的な高インフレは事実上、そうした脅威を軽減する。あるいは、ドイツは欧州経済通貨同盟（EMU）を離脱し、非居住者によるユーロ建て預金のドイツマルクへの両替を拒否することもできる。欧州がどちらかの道に進めばユーロは崩壊する。

