

欧州 忍び寄る資産インフレ

Market Eye

マイナス金利が黄昏（たそがれ）を迎えている。欧州中央銀行（ECB）は昨年12月に公表した「20年間の物語：20歳になったECBの金融政策」と題するレポートでそう指摘した。同レポートは最新の計量経済学理論を用いて、マイナス金利政策は2017年のピーク時にユーロ圏の経済成長率を0.2%押し上げたにすぎないと指摘。資産買入れプログラムやフォワードガイダンス、長期資金供給オペといった、そのほかの非伝統的政策が、15年から18年までの4年間に合わせて成長率を2.7%押し上げたのに比べ、その効果が小さかったとの認識を示した。

分かれるECB評価

ECB総裁に就任したラガルド氏にとって非伝統的政策のメシツを守る一方、マイナス金利政策の重要性を引き下げることが妥当な行動だ。ラガルド氏はマイナス金利がドイツ

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

の預金者に不人気だと知っている。通貨統合の将来は、ドイツ政府が引き続きECBの政策を支持するかどうかによることも認識している。それには金融政策を装い、イタリアやスペインに大量の資金を注入する措置への暗黙の承認も含まれる。

ラガルド氏はマイナス金利政策を縮小する一方、資産買入れプログラムを強化し、緑化計画への資金投入に重点を置こうともしている。ドイツで緑の党とキリスト教民主同盟（CDU）の連立政権が誕生する可能性が高いことを踏まえれば、その戦略はラガルド氏とメルケル独首相の結束を固める可能性がある。ECBの重大な政策ミスを指摘したレポートは、反ユーロを掲げる「ドイツのための選択肢（AfD）」から有権者を奪いたいと考えるメルケル氏にとって好都合だ。

公式見解に基づけば、ECBの政策は最初の10年間は成功を収めた。



実質所得が高い伸びを示し、従来型政策ツールの効率的な活用により、インフレ率を目標の2%前後に維持することができた。次の10年間は強力なデフレ圧力が生じたため困難な環境に直面したが、ECBは非伝統的政策で敢然と立ち向かった。

それとは異なる見解もある。最初の10年間のECBの政策は、グリーンズパン氏からバーナンキ氏の時代の米連邦準備理事会（FRB）によるインフレ促進的な金融政策を踏襲したもので、ユーロ圏はその結果、米国よりも大きなバブルの発生と崩壊に見舞われたとの見方だ。

変化を感じ取る市場

新たな10年に入った今、グローバルリゼーション、デジタル化などによ

って長らく覆い隠されてきた金融のインフレが姿を現しつつある。世界各国の政府は金利を極めて低水準かゼロ%以下に引き下げることによって中央銀行が課した金融抑圧税に依存してきたが、今後はそれがインフレ税に変わる見通しだ。市場は既に変化を感じ取り、19年終盤には金、株価、米名目長期金利、米物価連動国債価格がそろって上昇した。

急上昇する住宅価格が正しく反映されているとすれば、ドイツの消費者物価指数は既に米国を上回っている。19年の欧州株の力強い回復、北欧全体での住宅市場の過熱、クレジットや為替市場における活発なユーロ・キャリー取引は、いずれもユーロ圏に悪性の資産インフレが広がりつつあることを裏付ける。資産インフレの危険は、スウェーデン中銀が先月、いち早くマイナス金利を撤廃する直接的な引き金となった。ECBもそれに続くものと思われる。

ECBがマイナス金利政策を捨ててゼロ金利政策に切り替えても大きな変化とは言えない。だが世界の資産インフレがデフレに転じ、欧州の脆弱な銀行システムが崩壊すれば、冬はそれほど遠くないだろう。