

# The Return of Nominal Growth:

## Debt, Inflation and the New Macro Regime

### 1940-70 年代との構造的類似性に基づくマクロ経済レジームの検証

#### エグゼクティブ・サマリー: 名目成長レジームへの移行

本レポートの投資仮説は、世界経済が過去 40 年間続いたデフレーション・レジームから、**低い実質金利と持続的なインフレを伴う「名目成長レジーム」へ移行しつつある**というものである。

1980 年代半ば以降、先進国経済はグローバル化、人口動態、テクノロジーの発展を背景に、低インフレと比較的高い実質金利が共存するデフレーション環境を経験してきた。しかし現在のマクロ環境は、この長期的な均衡が変化しつつあることを示唆している。

最も重要な背景は、主要先進国における公的債務の急速な拡大である。米国の政府債務は GDP 比 120% を超え、日本では直近のピークで 260% 台に達した。こうした水準は平時としては歴史的に極めて高く、政府および中央銀行の政策選択に大きな制約を与える。特に、実質金利を長期的に高い水準で維持することは、財政の持続可能性に対して大きな負担となる可能性がある。

このため政策当局は、明示的ではないにせよ、**実質金利を相対的に低位に抑えつつ、名目 GDP 成長を通じて債務負担を徐々に調整する政策環境**を選好する可能性が高い。このような政策ミックスは、歴史的には 1960 年代後半から 1970 年代初頭にかけて観察されたマクロ経済環境と一定の類似性を持つ。

もちろん現在の経済構造は当時とは異なる。デジタル化、人口構造の変化、資本市場の高度な統合はインフレ圧力を抑制する要因となりうる。しかし、地政学的緊張の高まり、エネルギーや資源の供給制約、そして大規模な財政支出の拡大といった要因を踏まえると、世界経済が過去 40 年間の低インフレ均衡から徐々に離れつつある可能性は否定できない。

このようなマクロレジームの変化は、資産価格にも重要な影響を及ぼすと考えられる。第一に、実質金利は中期的に構造的な制約を受ける可能性が高い。名目政策金利は景気循環に応じて変動するものの、実質金利は長期的に低い水準にとどまる可能性がある。第二に、インフレ率は市場の現在の想定よりも高水準で持続する可能性があり、供給ショックや財政拡張が重なれば、物価上昇圧力は長期化する可能性がある。第三に、株式市場は名目 GDP 成長の支えを受けて底堅く推移する可能性があるものの、過去 10 年間と比較して市場のボラティリティは高まる可能

性がある。

さらに長期的には、米国と主要債権国との間に存在する**構造的な対外不均衡**が為替市場において重要な役割を果たす可能性がある。米国は依然として大規模な経常赤字を抱える世界最大の純対外債務国である一方、日本は世界最大の純対外債権国である。このような国際収支構造は、長期的には為替調整圧力を生み出し、結果として円の大幅な上昇につながる可能性がある。

以上を踏まえると、今後の世界経済は**持続的インフレ、低位に抑制された実質金利、そして資産価格のボラティリティ上昇**を特徴とする**新たなマクロ経済レジーム**へ移行する可能性がある。こうしたレジーム転換を理解することは、長期的な投資戦略を構築するうえで極めて重要となる。

## 1. イントロダクション: 本レポートの目的とテーゼ

本稿は、1940年代の戦時経済および1960-70年代のインフレ期と現在のマクロ環境を比較分析し、「Financial Repression 2.0(低実質金利体制 2.0)」という新たなレジームへの移行の必然性を検証することを目的とする。筆者は、過去40年間のデスインフレ体制が終焉し、以下の4つの柱を軸とした構造的転換の渦中にあると判断している。

- **マクロ構造の歴史的回帰**: 中央銀行バランスシート(BS)の肥大化、慢性的な財政赤字の構造化、および供給制約(エネルギー・地政学)において、1940年代および70年代との強い類似性が認められる。
- **政策的必然性としての「低実質金利体制」**: 巨額の公的債務を維持・圧縮するため、実質金利を低位に抑制しつつ名目成長を促進する「低実質金利体制」が、政治的・社会的に唯一の現実的な選択肢となっている。
- **名目成長に依存する資産価格の二面性**: AI関連投資等に裏打ちされた名目GDP成長が株価を下支えする一方、金利の不安定化や供給ショックにより、ボラティリティが構造的に高止まりする。
- **対外不均衡による為替修正圧力**: 日米の対外資産・負債構造(NIIP)の著しい格差を背景に、購買力平価(PPP)や実質実効為替レート(REER)の観点から、中長期的なドル調整と円高方向への強い修正バイアスが働く。

## 2. 歴史的構造比較: 中央銀行バランスシートと財政赤字膨張

現在の中央銀行と政府の関係性は、平時というよりも戦時期に近い構造を露呈している。特筆すべきは、中央銀行が事実上の「財政ファイナンス構造(Fiscal Finance Structure)」を担わざるを得ない現状である。

表 1. 時代別マクロ経済構造の比較

比較項目	1940 年代(第二次大戦期)	1960-70 年代	現在(2020 年以降)
中銀 BS 規模 (対 GDP 比)	戦時国債の大量購入により歴史的な高水準へ拡大。	相対的に抑制的。	戦時期に匹敵する歴史的な最高水準。
財政赤字の主な 要因	戦争遂行費用。	ベトナム戦争・社会保障拡大。	パンデミック対応・構造的支出の固定化。
公的債務水準 (対 GDP 比)	極めて高い。	慢性的な赤字により累増。	米国 120%超、日本 260%超。
制度的枠組み	金利固定化(YCC のプロトタイプ)。	変動相場制への移行期。	変動相場制・資本自由化・形式上の独立性。

現在の中央銀行バランスシートは対 GDP 比で第二次世界大戦期に匹敵しており、これは公的債務のマネタイゼーション(Debt Monetization)が不可避となる歴史的現実を裏付けている。

### 3. 債務削減への道:「低実質金利体制」が唯一の選択肢

米国や日本が抱える巨額の公的債務を削減するためには、理論上 3 つの選択肢が存在するが、現実的には「第三の道」へ収斂する。

1. **増税**: 政治のポピュリズム化や社会の分断が深化する中、実効性のあるレベルでの増税は極めて困難である。
2. **債務不履行(デフォルト)**: グローバルな金融システムに壊滅的な連鎖破綻を招くため、政策選択肢からは除外される。
3. **低実質金利体制(金融抑圧)**: インフレを容認しつつ名目金利を成長率以下に抑制することで、債務の実質価値を「溶かしていく」手法。ここでの勝者は債務者(政府)、敗者は債権者(国債保有者、間接的に預金者)となる。

社会的摩擦を回避し、政治的コストを最小化できるこの「第三の選択肢」は、インフレという名の「隠れた税金」を国民に課すものだが、政策当局にとって唯一の合理的かつ現実的な道となる。

### 4. 供給サイドの変容とインフレの持続性

1970 年代のオイルショックと同様、現在のインフレも供給サイドの構造的制約が主因であり、以下の要因により「粘着性」を帯びる。

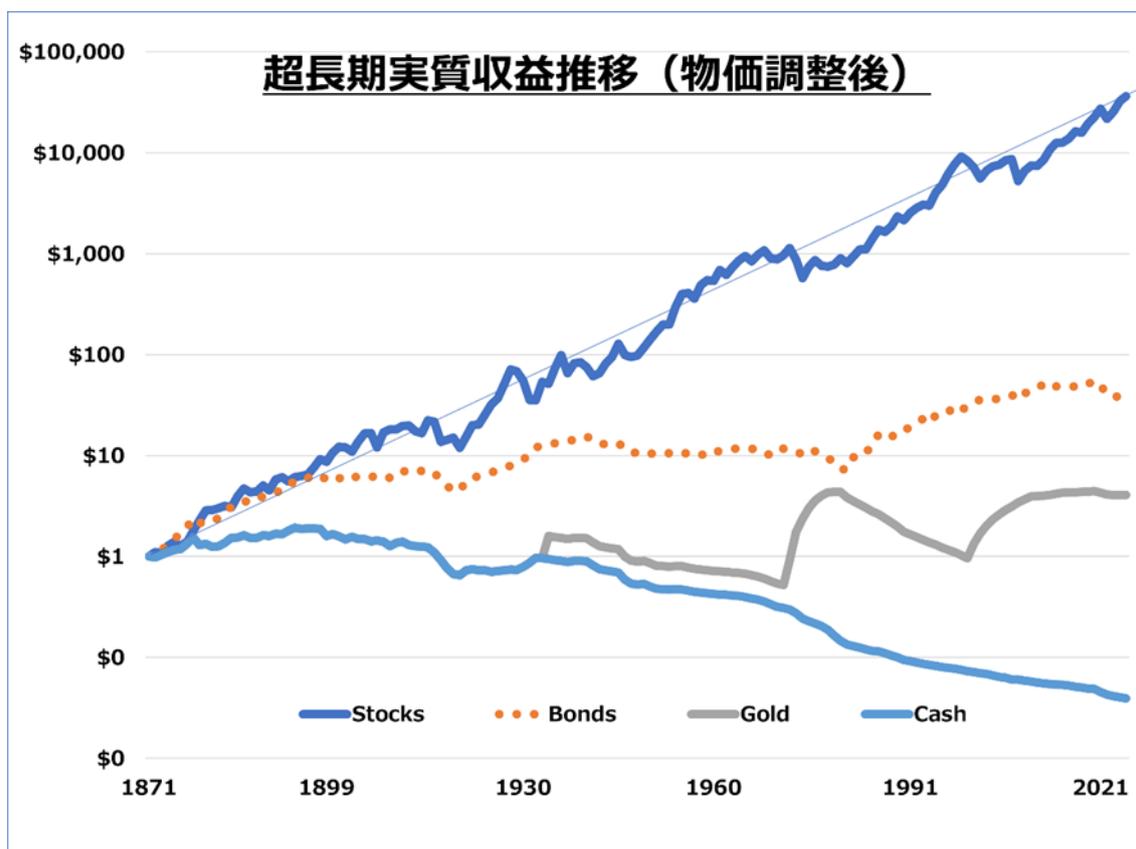
- **構造的制約要因**：地政学リスクの常態化、化石燃料への投資不足、脱炭素化に伴う「グリーンフレーション(Greenflation)」、および効率性からレジリエンスへと舵を切った脱グローバル化(グローバル化の一時的後退)がコストを押し上げている。
- **人口動態の転換**：かつては安価な労働力の供給源としてデフレ要因であった人口動態が、現在は深刻な少子高齢化などに伴う労働力不足を通じて賃金・物価スパイラルを誘発する**インフレ要因**へと劇的に転換している。

テクノロジーによる生産性向上はあるものの、インフレが市場や政策当局の予想を超えて長期化する「レジーム・シフト」を想定すべき局面である。

## 5. 資産市場への影響: 名目成長とボラティリティの共存

1871 年からの超長期データに基づけば、インフレ環境下では「勝者は債務者(政府)、敗者は債権者」という構造が鮮明になる。

図 1 米ドル資産クラス別実質リターンの推移

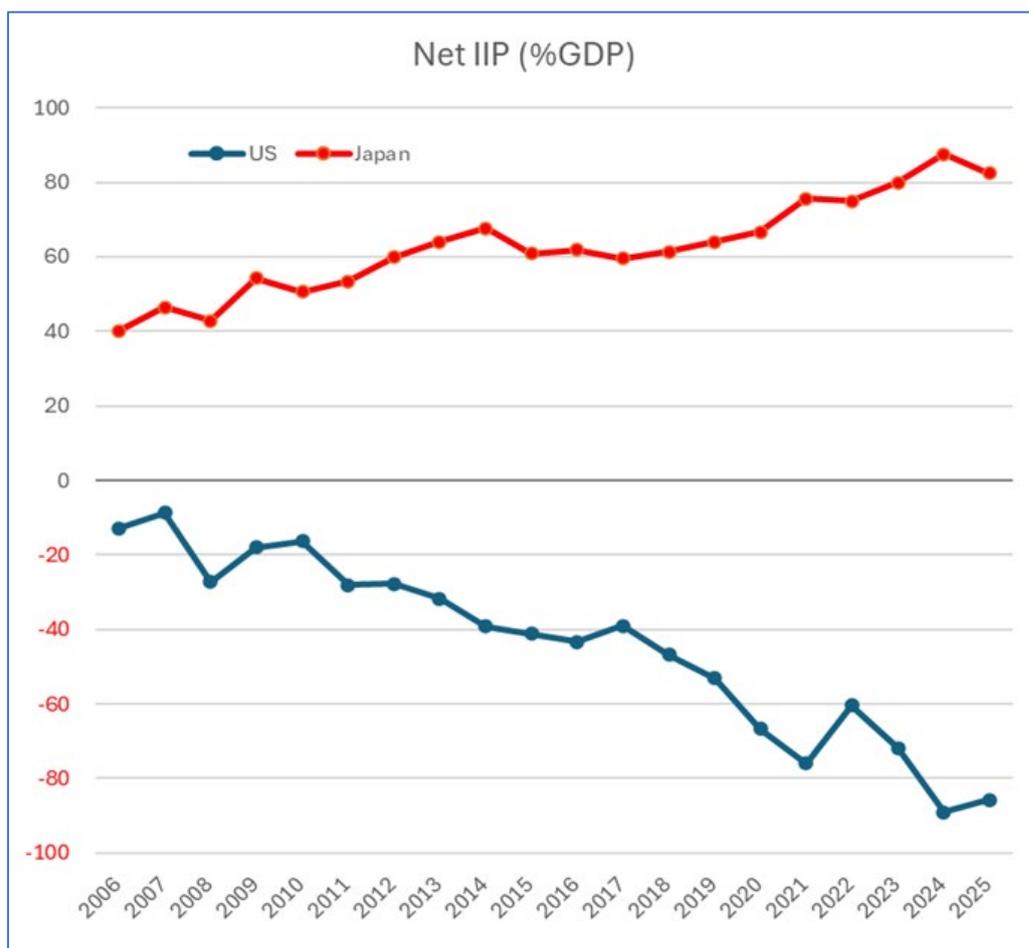


出所：Robert J. Shiller, Irrational Exuberance データセット (株式・債券・CPI)、Federal Reserve Bank of St. Louis (FRED), DTB3 (3-Month Treasury Bill Rate)、各種公開統計を基に GCI 作成。なお Cash については、名目 0%の現金保有を仮定し、CPI により実質化した購買力指数。

- **株式市場**：株式は名目成長の対価を最も享受できる資産であり、現在は主に AI 関連投資が名目成長期待と株価の底堅さを牽引している。名目 GDP が成長する限り下支えされるが、金利の不安定さにより高ボラティリティ環境が常態化する。
- **債券市場**：インフレ環境下では実質購買力の毀損が不可避である。歴史的に、実質リターンが著しく毀損した「債券の失敗」の 3 つの期間（1915 年前後、1940-80 年、2021 年以降）はいずれもインフレ期と一致する。債権者は実質的な購買力を奪われる「敗者」となる。
- **金・現預金**：現預金はインフレに対して無防備であり、実質価値を失い続ける。金は実質購買力の維持には機能するが、新たなリターンを生むわけではない。

## 6. グローバル資本循環と為替市場の修正圧力

日米の対外資産・負債構造の不均衡(NIIP)は、為替市場における強烈な潜在的修正圧力を内包している。図 2 日米対外バランスの推移(対 GDP 比)



出所:IMF から GCI 作成

- **対外不均衡の現状**：日本はNIIPがGDP比約+80%に達する世界最大の純対外債権国である一方、米国はNIIPがGDP比約-70%に達する世界最大の債務国である。
- **円キャリートレードの構造**：圧倒的な内外金利差を背景に円が調達通貨となり、大幅な円安が進行した。また、近年の「新NISA」を通じた個人投資家の海外流出も、円安圧力の一翼を担っている。しかし、PPPやREERで見れば、円は歴史的な割安水準に放置されている。
- **中長期的展望**：この巨大な不均衡の是正は長期的には不可避であり、ドル安円高方向への修正バイアスが働く。特にボラティリティ上昇に伴うキャリー取引の解消時には、20～30%規模の「オーバーシュート(急激な円高)」が発生するリスクを想定すべきである。

## 7. シナリオのブレークポイント分析(6つの主要リスク)

「Financial Repression 2.0」シナリオが崩壊し、制御不能な危機へ転換するトリガーは以下の6点に集約される。

1. **債券市場の反乱(Bond Vigilantes)**：長期金利が当局の制御を離れて上昇し、利払い負担が名目成長を凌駕し、財政リスクが顕在化する場合。
2. **インフレ期待の非制御化**：期待インフレがアンカーを失い、実質金利の抑制(マイナス化)が不可能になる場合。
3. **信用市場危機**：プライベートクレジット等の非伝統的金融分野でストレスが顕在化し、急激なデフレ圧力が発生する場合。
4. **AI投資サイクルの急減速**：名目成長による債務圧縮ロジックの前提条件である成長期待が霧散する場合。
5. **地政学リスクの極端な長期化**：深刻なスタグフレーションへと転換し、実質成長が完全に消失する場合。
6. **ドル円キャリートレードの解消**：市場環境の急変による急激な巻き戻しが、金融システム全体の流動性を枯渇させる場合。

## 8. 結論:持続可能性の分岐点「G-R」

現在のマクロ環境は、過去 40 年間(1980-2020 年)続いてきたデイスインフレ期の常識が通用しない「マクロ・レジーム・シフト」の途上にある。

### マクロ・レジーム・シフトの比較

指標	1965 年	現在
米国政府債務/GDP	約 40%	約 120%
実質政策金利	低下開始	低下圧力(抑圧)
インフレ	上昇開始	再上昇・粘着化
エネルギー	石油依存の拡大	エネルギー転換(脱炭素コスト)
地政学	冷戦構造	米中対立・分断
財政要因	ベトナム戦争	パンデミック・構造的赤字

### 分岐点

今後の債務持続性を決定づける鍵は、「名目 GDP 成長率(G) > 名目金利(R)」の関係を維持できるか否かにある。この「G-R」の差が逆転し、利払い負担が成長を上回れば、穏やかな Financial Repression(低実質金利体制)シナリオは持続困難となり、痛みを伴う債務調整に追い込まれるリスクが顕在化する可能性が高い。

### 投資家への助言

投資家は、表面的なインフレ率や目先の政策決定だけではなく、人工的な安定の裏側に潜む構造的脆弱性を認識し、「G-R」をテールリスクの一次予備指標(Pre-alarm indicator)として注視すべきである。レジーム・シフトの本質を見誤ることは、実質購買力の恒久的な喪失を意味する。

2026 年 3 月 12 日 山内英貴

(注)本稿は筆者個人の見解であり、筆者の所属する企業・団体などを代表するものではありません。また、既述内容の真実性客観性には注意を払っていますが、それを保証するものではありません。