



Themes in depth | 2023 年 6 月

2020 年代と 1970 年代の比較： 似て非なるもの

Trust
must be earned

Amundi
ASSET MANAGEMENT



目次

エグゼクティブサマリー	3
2020年代は1970年代と似ているのか？	4
いくつかの類似点はあるものの、両者は同一ではない.....	4
反対方向への力のバランス.....	6
より不透明な環境を乗り越えるための新しいツール	8
著者	10

著者



Monica Defend
Head of Amundi Institute



Vincent Mortier
Group Chief Investment Officer



エグゼクティブ・サマリー

アムンディは以前より、2020年代は1970年代と類似性が高いと指摘してきましたが、この主張は、2021年以降の高インフレによって、また、コロナ危機とロシア・ウクライナ戦争によっても裏付けられています。1970年代には、サプライサイド経済学の勝利、グローバリゼーション、資本主導の付加価値のシフトなど、経済の構造的な変化が続きましたが、現在は、変革が逆に進むという説が広く共有されています。短期的な懸念はあるものの、インフレ率は、1970年代前半に比べれば持続性は低く、また、循環的な観点からも、特に金融政策の影響力がより強まったため、より容易に目標に近い水準に戻ると考えられます。長期的には、多くの議論が、マクロ経済レジームの変化を支持していますが、インフレと成長の両方が、相反するパワーのバランスにまきこまれる可能性もあります。しかし、エネルギー・トランジションやネット・ゼロへのプロセスといった前途多難な課題や、先進国がより戦略的に自立性を高めようとする動きがあるため、世界の成長率とインフレ率のサイクルのボラティリティは高まると予想されます。投資へのインプリケーションは、債券と株式が、より頻繁に同方向へ動くようになり、また、期待ROEが低下するため、資産クラス、および、地域の分散の高度化、1~3年のホライズンで成長とインフレの変動を捉えることができるダイナミックな資産配分フレームワークの開発などの必要性が高まると考えられます。

この10年で大きくレジームは変わったが、70年代の特徴も残っている。

	1970s	2000-20	2020s
経済	資本主義の危機 狂乱インフレ	金融資本主義 デフレ 平和、地政学的ホットスポットは限定的 グローバリゼーション 格差の拡大	付加価値の配分は、より賃金に有利に？ 2000-20年よりも高い循環的インフレの後、同様に高い構造的インフレが起こる 地政学的リスクの新時代 地域主義、米中ブロック化 インクルージョンに真剣に取り組む
	市場	バリュウー	大型株
エネルギー		グロース	バリュウー
キャッシュ、金、実物資産		テック アセットインフレ 国債&クレジット	金融とグリーンテック
ドル切り下げ		対新興国で先進国選好 ドル覇権	対先進国で新興国選好 ドルの地位に疑問
		60対40の分散投資のパラダイム	66対40の分散投資に実物資産、オルタナティブ資産、コモディティを追加

出典：アムンディ・インスティテュート

「この先、多くの課題が待ち受けているため、世界の成長率やインフレ率のサイクルのボラティリティが高まる可能性があります。このような不確実な時代を乗り切るためには、よりダイナミックな資産配分のフレームワークが必要です。」



2020年代は1970年代と似ているのか？

この10年が始まる前、つまり、コロナやウクライナ戦争の前から、アムンディは、2020年代は1970年代と似たようなものになると指摘していました。実際、この数年間に起こったことは、明らかにこの確信を裏付けています。2021年以降、インフレ率の急上昇と経済成長の停滞（スタグフレーション）がその始まりです。このスタグフレーションの原因として以下が挙げられます。（確実なものも、推定程度のものの両方を含め）：

- 短期的なトリガー：エネルギー価格の高騰を生む戦争（ウクライナ）
- 長期的な原因：金融およびまたは財政の浪費（リーマン後の量的緩和やコロナ対策、ベトナム戦争、リンドン・ジョンソンのグレート・ソサエティや戦後復興の資金調達に対処するための70年以前の一連の政策等）の遅行的な影響

1970年代のインフレと金融政策、そして、その結果としての実体経済への影響

1970年代は、初頭から、変動が激しく、時には非常に高いレベルまで上昇したインフレ（1974年後半と1980年前半の2回の急騰を含む）が10年間続き、その中で、金融政策の枠組みが完全に見直され、超高金利と急激な景気後退（少なくとも米国では）を代償に、漸く収束しました。生産活動を見ると、1970年代のサプライサイド経済学（1970年代の学術的議論を勝ち抜いた後、1980年代以降に実施）のパラダイム転換、規制緩和、オフショアリング、いわゆる「株主資本主義」の勝利、欧米の中産階級の大混乱等を経て、次の数十年間の脱工業化への道が漸く開かれました。これらの変化は、付加価値の配分の、賃金から、企業や住宅等の資本へのシフトを伴いました。

このような経験を踏まえると、今日の重要なテーマとして以下が挙げられます：

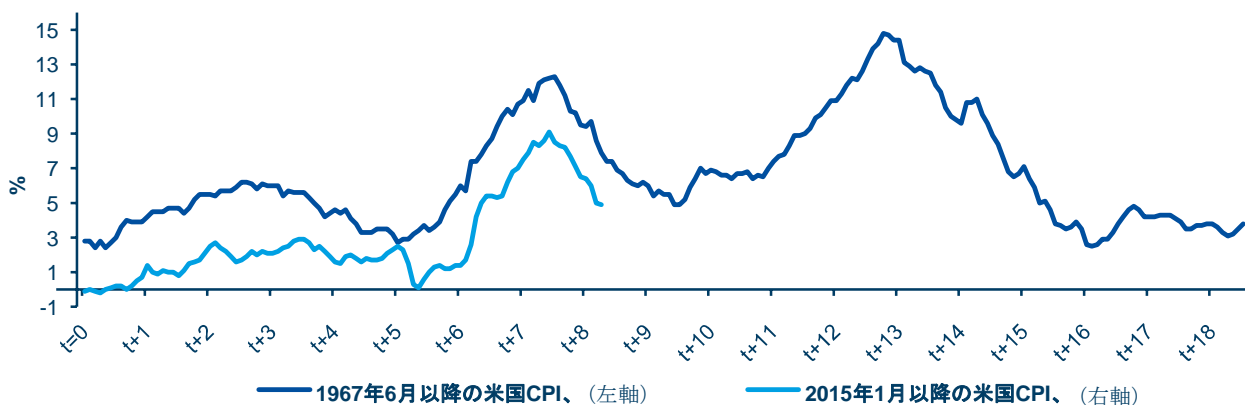
- 今日の高いインフレ率を下げるには、70年代と同様の痛みが必要なのか、もしそうだとすると、中央銀行はそれに必要な決断力を示すことができるのか；
- 世界経済のパラダイムが再び変わることを想定すべきか；

しかしながら、これら2つのストーリー（70年代と今）は同一ではありません。

短期的にも、今日のインフレと1970年代のインフレには多くの違いがあり、今日の物価上昇圧力は、以下の理由から、より早く収束する可能性があると思われます。

- 第一に、少なくともこれまでのところ、今のインフレ率は1970年代前半ほど高くはなく、これは主に中央銀行の果敢な行動と第二ラウンドの影響への警戒によるものでしょう。二桁のインフレは、回避され（特に米国）、ユーロ圏やその他の国々ではごく短期間に発生しただけで、依然として一般的ではありません。

図1：1970年代と2020年代前半のインフレ率-の比較

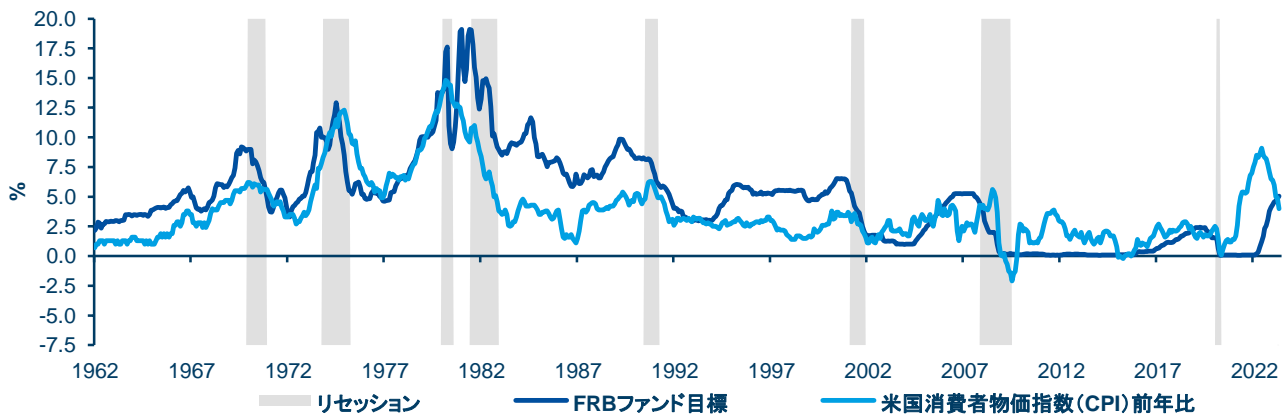


出典：アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。2023年4月時点



- さらに、高インフレの原因もさまざまです。1970年代の高インフレは、米ドルと金の固定ペッグの廃止、すなわちブレトン・ウッズ体制の崩壊という特殊な金融イベントの後に起こったということを思い出す必要があります。つまり、世界金融システムの共通通貨である米ドルの特性が変わり（金本位から不換紙幣へ）、論理的にも、その実質的な価値が大きく変動しました。しかし、今回、このよう基準が変わるような出来事は起きていません。現在、米ドルの世界的地位が話題にあがるのは、一部の国がリスク管理のために外貨準備を米ドルから分散させていることや、特に原油のインド-ロシア間取引など、米ドル以外の通貨で決済されている例があるためですが、こうした事例は依然、限定的です。
- 中央銀行のインフレに対する反応は、当初は鈍かったものの、その後、強力なものになりました。1970年代初頭の利上げも、少なくとも米国では非常に急激であったと言えますが、今回は、過去の教訓から、中央銀行は、当時のように早急に利下げを行う可能性は低く、経済状況が耐えうる範囲内で、タカ派を継続する意向のようです。

図 2：インフレ率上昇に対する FRB の対応



出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ。2023年5月31日時点

さらに言えば、長期的なインフレ期待がわずかしか上昇していないということは、インフレに対する中銀の信頼性が危機に瀕してはいないことを示しています。実際、以前よりインフレ期待は中銀の信頼性を示す指標でしたが、過去に経験されたインフレ・ストーリーにも影響されます。言い換えれば、合理的な期待と適応的な期待の組み合わせということになります。現在の経済活動の参加者は、数十年にわたるデフレーションの記憶を持ち続けています。基本的なマクロ経済理論によれば、固定されたインフレ期待はインフレ率の低下を助け、最初の供給ショックが、価格と賃金のフィードバック・ループの長期化に影響することを止める見込みです。1970年代は、このような状況にはなく、短期的に比較的低いインフレ率が記憶されていたものの、中銀は、この点に関して強い信頼度を築けていなかったと思われる。(中銀は複数のマクロ経済および金融目標を追求し、それを伝達する傾向があったため。)

- 労働市場については、賃金上昇がインフレ率を下回っている（すなわち実質賃金が上昇していない）ため、価格と賃金のフィードバック・ループに入ると結論づけるのは時期尚早です。1970年代と比較して労働市場の構造がはるかに柔軟であること（インフレ連動型が大幅に減少し、全体として労働組合の力が弱まったこと）も、この種のループの可能性を低下させていることに留意すべきです。

「2つの期間には多くの類似点があるが、いくつかの決定的な違いがあり、そのことが経済的影響という点で、今回の最終結果が70年代とは異なる可能性に繋がっています。」



これらの要因を考慮すると、今回は、1970年代末のような2回連続でインフレ率が急騰する可能性は極めて低いでしょう。同時に、中銀は、深刻な景気後退なしに、インフレ率を目標に戻せる可能性を有しています。

ただし、ここで注意すべきは、1970年代後半の2回目のインフレ率の急上昇は、第二次オイルショック（1979年のイラン革命後）によって拍車がかかったということでしょう。今後数四半期、あるいは数年の間に、地政学的な要因による別の大規模なエネルギー供給ショックが発生する可能性は否定できず、注意すべきリスクと言えます。

表1：両時代の相違点

インフレ	第一に、1970年代のインフレはより高く、より持続的であったのに対し、2020年代はごく短期間、2桁のインフレ率が発生したに過ぎない。第二に、70年代のインフレの原因は、ブレトンウッズ体制の終焉など、より構造的なものでした。
中銀の対応	70年代に起きたように、今回も（2022年上半期までの初期期間を除いて）中銀の反応は強く、エネルギーギッシュであるが、当時とは異なり、今の中銀は必要な範囲に限りタカ派であり続けることを決意しているように見受けられます。
価格と賃金のループ	今回は、実質賃金の上昇もなく、70年代に比べれば、はるかに労働市場の構造が柔軟であることから、価格と賃金のループが起きる可能性は非常に低いと思われる。

正反対を向いた力がぶつかり合うバランス

以上から、1970年代との比較において、今回は、インフレの水準は低く、期間は短くなるであろうということが合理的に想定されますが、それにもかかわらず、マクロ経済だけでなく、金融市場のボラティリティが高まる可能性があることには注意が必要です。

このボラティリティの上昇の主な要因としては、公的部門も、民間部門（家計と企業）も、1970年代より、はるかにレバレッジが高くなっていることが挙げられます。まず、巨額の債務残高は、政府が経済ショックに対応する施策がより厳しく制約されることを意味しています。そして、過去1年半の金利上昇の影響で、負債に関連した金融アクシデントが、公的部門でも、私的部門でも、遅れて発生する可能性は否定できません。さらに、金利上昇に伴い、資産の評価に急激に修正がかかった（債券などの場合）、あるいは、これから修正される可能性があります（一部の流動性の低い資産などの場合）。リーマンショック前に比べれば、はるかにリスクは少ないように見受けられますが、それでも資産市場から一般経済へ、様々な経路で、インパクトが発生し、リスクが高まる可能性は高いでしょう。その際、市場の流動性が低いと、増幅される可能性があります。

- インフレについては、グローバリゼーションが過去数十年間の低インフレの主因であると、しばしば指摘されてきましたが、予測されるグローバリゼーションの反転は、論理的には逆の効果をもたらすと考えられます。しかし、実際に、それが起きるかどうかはあまり明らかにされていません。たとえ長期的かつ緩やかな負の供給ショックが起きるとしても、反グローバリゼーションは、インフレをプラスにする影響よりも、成長をマイナスにする影響が大きい可能性もあります。さらに、反グローバリゼーションが、どのような形で進むのか（進むとすればですが）にも疑問が残ります。一方、インフレバスケットに占める財の割合はサービスよりもはるかに小さくなっており、新技術によって、サービス活動においてもグローバリゼーション（バリューチェーンの国際的細分化）の道が開かれる可能性もあります。

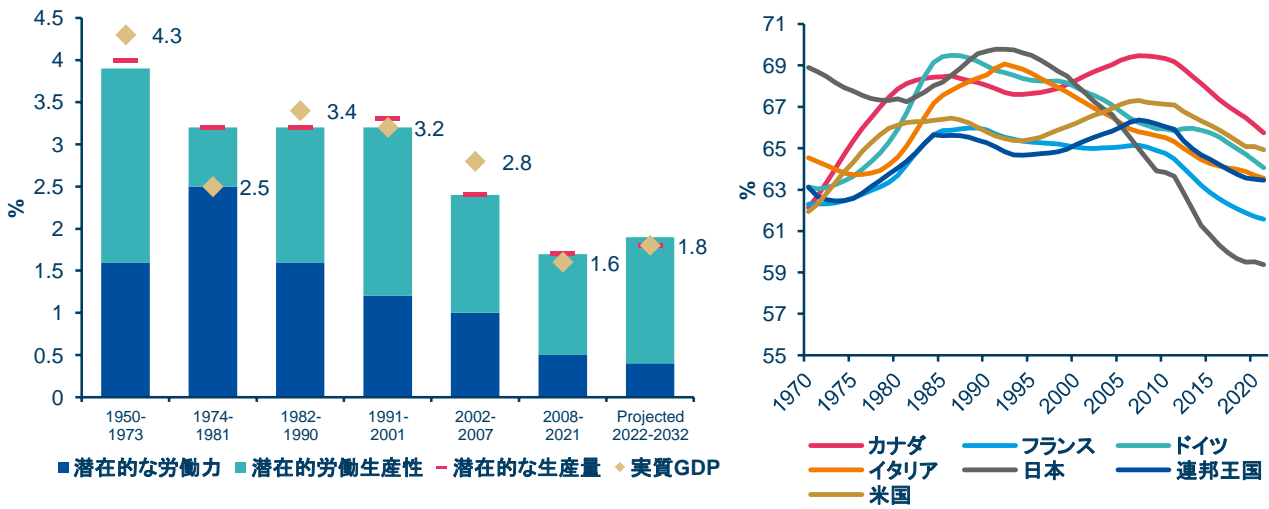
長期的なインフレ要因としてよく挙げられるのは、主要部門における独立性・戦略的自立、気候変動、社会的不平等の是正といった目標のために期待される大規模な投資計画です。しかし、これらの変化が構造的に、どの程度インフレが起きるかは、その資金調達を、中央銀行の長期的な緩和政策で支援するのか、増税で賄うかといった方法の違いにも大きく依存します。



「グローバル化の後退で、ある程度インフレが起きることは、ほぼ確実でしょう。しかし、実際には、成長が鈍化する可能性も同様に非常に高いと思われます。さらに、技術開発はサービス活動におけるグローバル化の進展はサービス・インフレを抑制する可能性もあります。」

- 経済成長においては、投資意欲の増大が明確なプラス材料になる可能性があります。少なくとも理論上は、需要の増加と生産性の向上が同時に実現する理想的なベクトルです。しかし、投資計画は、優先順位の違い、官僚的形式主義、既得権益者の抵抗などに阻まれ、達成されない可能性があります。さらに、生産性の低下要因（高齢化と製造業からサービス業への移行）や生産年齢人口の減少など、直接的な停滞要因もまだ残されています。さらに、気候変動や地政学的混乱がより頻繁かつ激しく発生し、成長を阻害することで、負の要因が増幅される可能性もあります。

図 3 : 米国平均の実質 GDP 成長率と生産年齢人口が総人口に占める割合 (G7 諸国)



出典：アムンディ・インスティテュート、米国議会予算局のデータと推計に基づき、1950年～2032年予測を作成。2023年4月時点のデータ

出典：OECDに基づくアムンディ・インスティテュート。2023年4月時点のデータ。

- 付加価値の分配という点では、逆の要因も働いています。一方では、サプライサイド経済への疲労を鎮めるための政策や、非従来型政治勢力の台頭が、賃金への付加価値のリバランスをもたらすかもしれません（成長スピードへの影響は不透明）。しかし、他方、加速する新技術が、少数派に恩恵を与えると同時に、大多数の労働者の生産性をさらに低下させ、付加価値を資本に有利にシフトさせる可能性もあります。

とはいえ、現在のところ、新レジームの特徴として考えられるのは、構造的インフレ率の穏やかな上昇（これは、2000年から2020年にかけて頻発したアンダーシュートではなく、中銀が単に目標を達成するという意味かもしれません）、脱グローバル化の緩やかな拡大、過去10年と同様の成長率、資本の犠牲の下での賃金へのパイの配分の若干の上昇です。

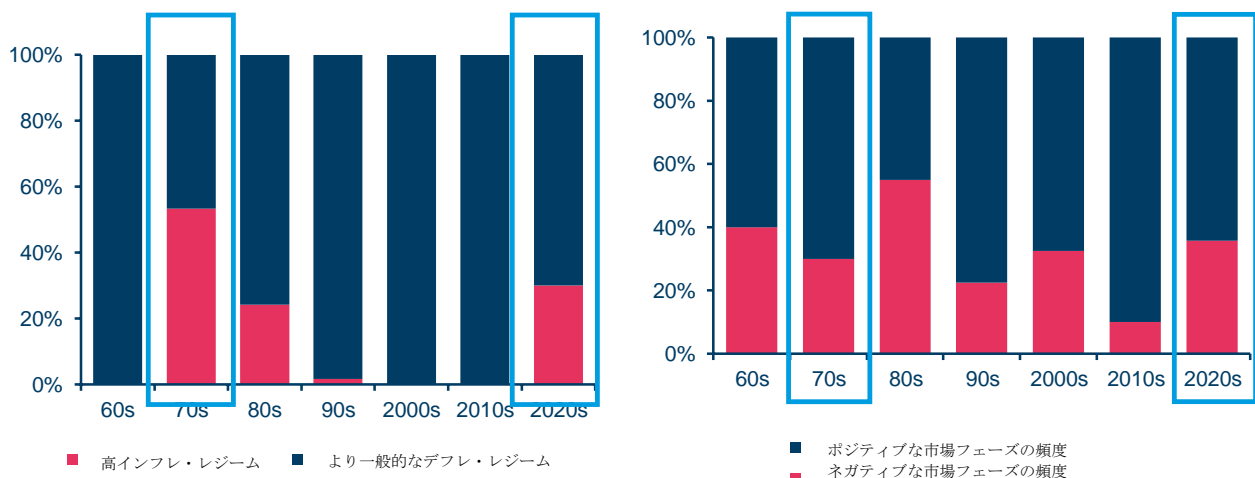


より不透明な環境を乗り切るための新しいツール

投資家の、新レジームに向けた調整は決して直線的なものではないことも認識しておく必要があります。1970年代、そして最近では2020年代のインフレ復活の流れは、下のグラフに見られるように、リスク資産のパフォーマンスがマイナスになる事態を頻繁に引き起こしました。

重要なことは、成長率とインフレ率の高い変動性を把握し、異なるレジームでの資産配分の決定に適応できる投資フレームワークが必要とされるようになったことです。

図4：高インフレ・レジームと、リスク資産のポジティブ・ネガティブの頻度



出典：アムンディ・インスティテュート。説明のための図。アムンディ・インスティテュート独自モデル「Inflation Phazer」「Advanced Investment Phazer」に基づき、金融・インフレレジームの確率を1930年以降2023年3月まで歴史的に分析。ハイパーインフレレジームとは、米国CPIが6%を超えるレジーム。

このような環境においては分散強化が重要と考えます：

- 短期的には、インフレが再加速するリスクは高くはありませんが、様々な調整が進むため、インフレ率のボラティリティは高止まりすると思われます。グロースとインカムの観点から、アムンディのシクリカルへの見方は依然として慎重です。金融環境の引き締まり（商業不動産や高レバレッジ企業）により、实体经济に亀裂が見られる一方、株式市場は浮かれ過ぎています。従って、リスク資産には引き続き慎重です。このようなダイナミック・アセットアロケーションのアプローチは、サイクルのインフレ・ポイントを検出し、ポートフォリオを再調整するのに役立ち、リスク資産に対するより効果的な対応が期待できます。
- 長期的には、構造的なインフレ率がやや高くなる（2000～2020年比）ことは、債券と株式が（割引率において共通の期待インフレ率部分を通じて）より頻繁に共動することを意味し、これはすでに2022年に顕著な形で示されています（ある指標によれば、バランス型ポートフォリオにとって1974年以来最悪の年）。1970年代には、金や石油などのコモディティを除いて、ほとんどの資産クラスのリターンが実質でマイナスとなったことを想起しながら、投資家は、この債券と株式の2つの資産クラス以外を含めた、高度化された分散投資を模索する必要があります。

グローバル化の後退、つまり、地域化は、たとえ限定的であっても、主要な経済地域間の経済サイクルや金融政策の同期性を低下させ、地域や通貨の分散に価値をもたらす可能性があります。さらに、新興国の成長率が引き続き高いこと、新興国の経常黒字の先進国市場への還流が少ないこと（脱グローバル化の資本市場の側面）と相まって、新興国資産が先進国に対してアウトパフォームする可能性があります。

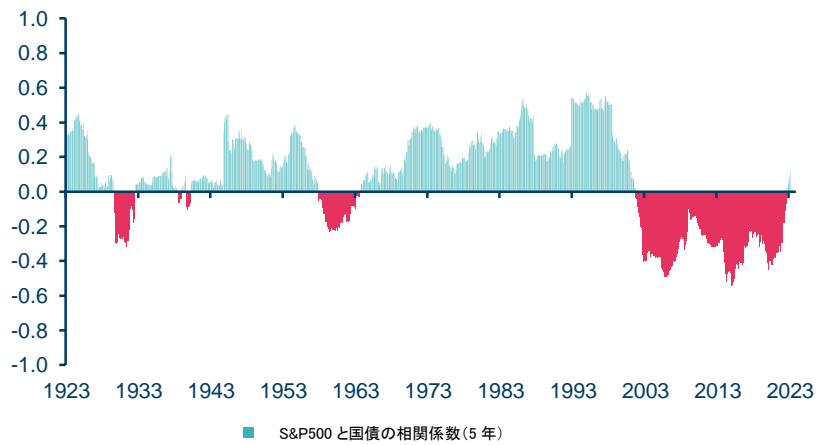


賃金のリバランスの可能性から、少なくとも先進国では、付加価値に占めるマージンの割合が小さくなると思われる。したがって、投資家は、同じレベルのリスクを持つ先進国株について、同じ ROE を期待すべきではありません。長期的な視点に立ち、エネルギー転換の影響（国によって成長への影響が異なる）を加味して、過去数十年と同じリターンを得るためには、投資家は不動産、オルタナティブ資産、新興国資産を含めるべきです。

図 5 : 1972~1981 年の資産クラス別リターンと株式・債券の相関の推移

	年率換算 名目収益率	年率換算 実質収益率
住宅価格	9.4	0.1
株式 (S&P 500)	5.2	-4.0
米国債	5.5	-3.7
金価格	22.5	13.3

出典：ブルームバーグのデータをもとにアムンディが推
 敲した。期間 1972 年 12 月 31 日
 から 1981 年 12 月 31 日まで。S&P500 指数は、トータ
 ルリターン・グロス配当のことです。
 インデックス、US Treasury インデックスは ICE
 BofAML US Treasury & Agency Index、
 住宅価格とは、シラー社の米国住宅価格。



出典：アムンディ・インスティテュートが Global Financial Data をもとに作成。S&P500 と米
 国債 10 年指数との月次データにおける 5 年ローリング相関。2023 年 3 月 31 日時点のデータ
 です。



著者



Claudia BERTINO,
Head of Amundi
Investment Insights
& Publishing,
Amundi Institute



Laura FIOROT,
Head of Investment
Insights & Client
Division, Amundi
Institute



Tristan PERRIER,
Macroeconomist &
Investment Insights
Specialist, Amundi
Institute



Gianluca GALLARATE,
Investment Insights &
Publishing, Amundi
Institute

Chief editors

Monica Defend

Head of Amundi Institute

Claudia Bertino

Head of Investment Insights and Publishing –
Amundi Institute

IMPORTANT INFORMATION

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction.

Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice.

Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **15 June 2023**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an “as is” basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks.

Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **15 June 2023**.

Document issued by Amundi Asset Management, “société par actions simplifiée” - SAS - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – www.amundi.com

Photos: © IStockPhotos / shunli zhao.

Find out more about
Amundi Institute Publications
research-center.amundi.com

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会