

market:update

金融経済の見通し

2021年12月6日

ドイツ再統一
- 2022年の超高インフレへの青写真

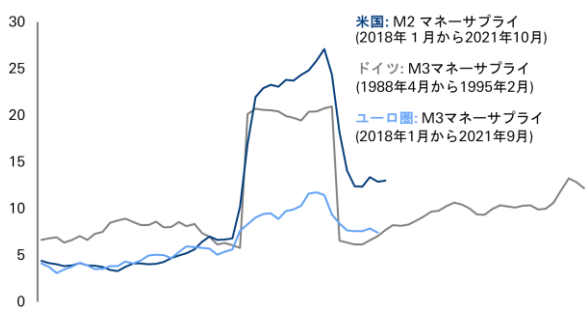
先週、メツラーは世界的に高インフレシナリオとなる確率を30%から45%に引き上げました。目下、高インフレを齎す要因は、インフレが多くのカテゴリーで定着している米国に存在すると考えており、ドル高を通じて世界中に拡散する可能性があると考えています。加えて、米国では賃金動向がインフレに影響を与えるダイナミクスが確認されており、この傾向が更に助長されるのではないかと考えています。こうした一連の動きが、30年以上前の東西統一後のドイツに於ける実体経済やインフレの進展と類似していることに注目しています。

ドイツ再統一との意外な類似性

ドイツの通貨統合の日、1990年7月1日、ドイツ民主共和国の国民は、オストマルクの現預金をドイツマルクに交換することが出来ました。この日、ドイツマルク圏の人口は約6,200万人から約7,800万人へと、約25%も増加し、その結果、ドイツの通貨供給量を示すM3マネーサプライが約20%増加しました。

ドイツ統一後と米国パンデミック時のマネーサプライは驚くほど類似

マネーサプライ：%（前年同期比）



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年10月31日現在

興味深いことに、パンデミックの間、米国の通貨供給量を示すM2マネーサプライは、国民や企業に対する政府の大規模な金融支援により、実際に約25%増加しました。米国の国民、特に低所得者層は、貯蓄率の低さを背景に、パンデミックによる経済的困難を緩和するのに十分な資金を得ていたと解釈出来ます。一方のユーロ圏では、欧州各国の金融支援が大幅に減少した為、M3マネーサプライは同期間で12%弱の増加に留まりました。

インフレの進展にも驚くべき類似性

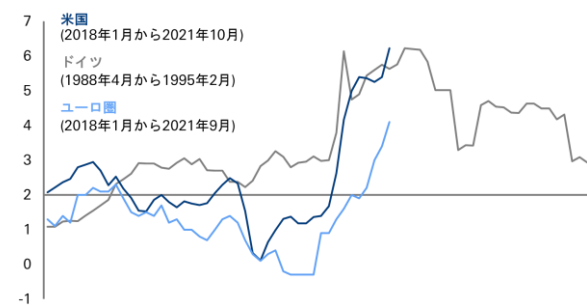
一般的に、低所得者は消費性向が高く、貯蓄性向が低いと言われています。因みに、通貨統合後のドイツで

は、新ドイツ国民の間で消費財が不足していた為、消費意欲が非常に旺盛な状況下、マネーサプライの急増が必要ショックを引き起こし、インフレ率は1992年3月に6.2%の水準にまで上昇しました。

現在の米国でも、低所得者層がより多くのお金を消費に回せるようになったことで同様の傾向が見られており、例えば、小売売上高は10月に前年同月比16.3%増となりました。このような背景から、米国では最近インフレが加速しており、当時のドイツで見られたインフレ傾向とほぼ同じパターンが観察されています。

インフレの進展における驚くべき類似性

インフレ率：%（前年同期比）



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年10月31日現在

興味深いことに、当時のドイツに於けるインフレは非常に持続的で、ピークから1年以上経過した1993年12月になっても、依然としてインフレ率が4.3%の水準に留まっており、漸く2.0%の水準を下回る状況は1995年3月まで待たなければなりません。現在の米国に於けるマネーサプライの伸びは、当時のドイツよりも更に高いことから、ドイツで過去に起きた事実は、現在の米国のインフレ動向に対する警告になり得ると思われる。

ドイツ連邦銀行は、消防団としての役割を求められた

当時のドイツ連邦銀行は、1992年7月に主要金利を8.75%まで大幅に引き上げて、インフレを抑制しなければなりませんでしたが、通貨統合によるインフレに対抗する為だけに、何度、主要金利を引き上げる必要があったかを判断するのは非常に難しい問題です。

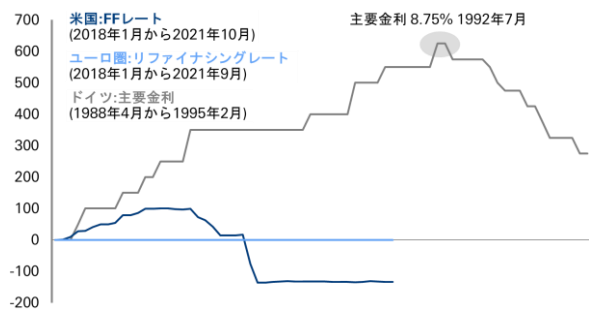
この為、米連邦準備制度理事会 (FRB) が、世界的なインフレリスクの緩和を見越して1989年6月から主要金利を引き下げ始めた時期に、ドイツ連邦銀行が利上げサイクルを維持していた事実に注目しました。1989年5月にドイツ連邦銀行の主要金利が4.5%でスタートしたと

market:update

すると、ピークであった8.75%までに合計で約4.25%ポイントの引き上げが必要だったと考えられます。

ドイツ連邦銀行は、インフレ率を再び抑制する為、主要金利を累積で6.26%ポイント引き上げる必要があった

開始時点と比較した金利の累積変化 (単位：ペーシスポイント)



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年10月31日現在

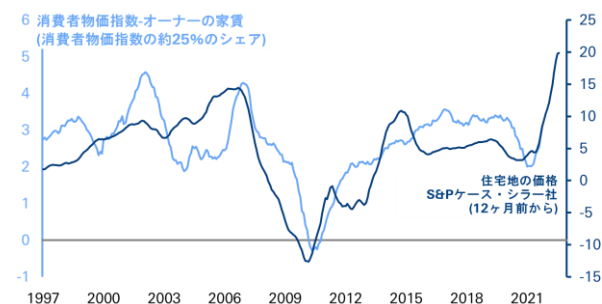
現在、金融市場関係者の間では、FRBが米国の主要金利を2024年半ばまでに最大1.75%までしか引き上げないとの予想が示されており、ドイツ連邦銀行の経験と照らし合わせると、この予想は過度に低いものであることが分かります。

米国のインフレの持続性はどこから来るのか

ここ数カ月、米国ではエネルギー価格や新車価格など一過性の影響がインフレに強い影響を与えていたと思われる。その為、持続的に高いインフレ率は、他のカテゴリーから齎されると考えられ、住宅価格と賃金上昇の二つが有力な候補として挙げられるのですが、とくに「持ち家の帰属家賃」は、消費財バスケットの約25%を占めており、歴史的に見て、このカテゴリーのインフレ率は、住宅価格に約12ヶ月遅行して追隨する傾向を示してきました。今後数ヶ月は、不動産価格についても、S&Pケース・シラー住宅価格指数等でインフレ率の急上昇が確認されてくる可能性があると考えています。

米国：住宅用不動産価格のインフレーション効果は12ヶ月程度、遅行して現れる

(単位：%、前年同期比)



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年10月31日現在

そして、サービス分野の価格も、急速な賃金上昇を背景に、今後数ヶ月間で大幅に上昇する可能性があると考えています。賃金は、サービス業における最大のコスト要因であると思われ、例えば、近時の賃金の伸びは前年同期比5.0%程度のペースになっている可能性が指摘されています。コンファレンスボードの生産性データベースによると、2011年から2019年の間、生産性の上昇率は、年平均で約0.6%でした。つまり、単位労働コストは現在、年間約4.4% (5%から0.6%を引いた値) 上昇していると考えられ、実際にはこの内約2.5%の上昇のみがFRBのインフレ目標に合致していることになると考えています。

今後は、ISMサービス業景況指数等に、より活発な経済状況が示されてくると見ており、足元は高いインフレ率の影響で消費者心理が弱含んでいる状況ながら、消費者の行動が、引続き積極的であることに特段の変化はないと考えています。

インフレリスクの評価

ところで、冒頭の世界的な高インフレのリスクを45%程度にしか見ていないことは意外にさえ感じられるかもしれません。ここで、金融理論では、長期的なインフレ期待が実際のインフレの動向を決定する主要素とされてきており、先行指標として重視されてきました。実際に、この数十年の間、フィリップス曲線 (失業率、賃金、インフレ率の関係) によるインフレ動向の説明力は弱くなっていることが観察されており、ファンダメンタルズを使用したインフレ予測の妥当性は、近年、益々乏しくなっているように思われます。

ここ数十年、中央銀行は長期的なインフレ期待をインフレ目標に結びつけることに成功してきたと言える状況で、インフレの動向を推し量る上で、ファンダメンタルズの役割は益々小さくなっていると考えています。

現在、長期的なインフレ期待は、ECBとFRBが過度に制限的な金融政策を実施する可能性が高いことを示唆しており、インフレ率は近いうちに再び1.5%程度まで低下、即ち、両中央銀行のインフレ目標を下回る可能性がある状況を踏まえている為、メツラーでは、低インフレシナリオの確率を約55%と見積もっています。

一方、実際のところ、高インフレのシナリオは、長期的なインフレ期待が顕著に上昇した場合にのみ発生し得るとみていますが、そのようなリスクも確かに存在すると考えています。

ユーロ圏の国内インフレ圧力は殆どない

現在、金融市場では、2022年末までにECBの主要金利が0.15ポイント程度引き上げられるとの予想が示されており、将来の「低すぎる」インフレ率が予想されています。これは、ユーロ圏の賃金ダイナミクスが現状では依然として弱く、エネルギー価格のみが有意にインフレに寄与していることが原因と考えられます。足元11月のユーロ圏のインフレ率は、前年比4.9%に達したと見られますが、エネルギー価格の動向も大きく寄与していると

market:update

見られます。ユーロ圏では、今のところ、米国との対比においてインフレの進行が確かなものであることを示すカテゴリーがほぼ見当たらない状況ですが、少なくとも、パンデミックが続いているにもかかわらず、経済は概ね順調に推移していると思われ、引き続き、ユーロ圏購買担当者景気指数、EU景況感指数等に注目したいと考えています。尚、視点を変えてみると、ユーロの為替レートが弱くなり続けた場合、通貨安がユーロ圏のインフレを加速させるエンジンになる可能性があると考えており、米国のインフレ期待や、FRBの利上げ期待が高まった場合等がトリガーになり得ると見ています。

ドイツ新政権に期待すること

ドイツ政府の連立協定の内容はほぼ予想通りだったと言えます。社会民主党 (SPD) は最低賃金を12ユーロに引き上げる要求を通し、緑の党はCO2排出量の最低価格を1トン当たり60ユーロとし、遅くとも2030年には石炭から撤退することを標榜するなど、一連の政策を確保しました。自由民主党 (FDP) は、財務省を担当し、増税を阻止するとともに、憲法で定められている債務制限や欧州の財政問題に対するドイツの立場を大幅に緩和しました。この協定には、いくつかの興味深い工夫が盛り込まれています。政府は予想通り、税制優遇措置により、グリーン投資やデジタル投資に、より多くの民間資本を動員したいと考えています。また、国有のドイツ復興金融公庫やドイツ鉄道などの機関が、債務ブレーキに算入されないこのような投資に、より多くの資金を提供できるようにすることで、債務ブレーキによる制約を回避したいと考えています。さらに、政府は2023年以降、連邦財政赤字が予想ベースでGDPの0.35%を超過しないという規則を変更することなく、従来よりも若干多くの連邦借入を行うことを可能とすべく、循環調整された生産能力の計算方法を技術的に変更することを検討しています。

欧州レベルでは、新政権は、安定成長協定をよりシンプルで透明性の高いものにするための改革に賛成しています。しかし、「より実現性を高める為に」という主張は、同協定を軟化させようとするものではないと見られます。又、新政権は、欧州連合の預金再保険制度によって欧州銀行同盟を完成させたいと考えています。

現在、政党間交渉の焦点の一つであるデジタル化の話題では、デジタル覚醒を促進すべく政府内における能力と責任が再編成されること等が掲げられており、新政府は、多くの分野で並行してデジタル化を推進し、国家や社会におけるデジタル化の可能性をより有効活用することを目指しています。

一方では、国の行政をよりデジタルで機敏な方法で組織化することを意図しており、これには行政サービスへのオンラインアクセスの改善 (電子市民ポータル等) や、オートメーションの利用拡大などが含まれています。又、基本的なインフラ (最新のモバイル通信規格、光ファイバーの拡張等) への全国的なアクセスを実現することも企図されています。

目下、ドイツテレコムは、ドイツの人口の90%以上を5Gでカバーしており、5Gへの投資で競合他社を大きく引き離しています。ブロックチェーン、人工知能、オートメーション等の新しいテクノロジーが優先的に導入される予定で、新技術の導入は、政府の内部プロセスを合理化し、加速させると共に、手作業によるデータ入力作業やペーパーワークを削減することを目的としています。このようなデジタル化への取り組みは、行政当局や同機関にとって膨大な変革プロセスを意味し、外部からのサポートが必要となる為、結果的にITサービスプロバイダーのビジネス機会を増やすことになると考えています。

連立協定のポイント

公共財政

- 2023年以降、緊急事態条項に頼らない憲法上の債務ブレーキを再び適用する。
- ルール自体を変更することなく、より多くの借り入れを可能にする為、債務ブレーキの計算を技術的に変更することが可能か検討。
- 国営のドイツ復興金融公庫および州レベルの同様の銀行が、グリーンおよびデジタル・トランスフォーメーションへの投資を促進。
- 2022年と2023年のグリーン&デジタル投資に対する税制優遇措置
- トランスフォーメーション・プロジェクトへの民間資本の動員
- 国営のドイツ復興金融公庫の活用と強化による投資の拡大
- ドイツ鉄道など国有企業に資金調達を選択肢を増加

グリーン化

- 石炭からの撤退を「理想的には2030年迄」とし、CO2排出量の最低価格を60ユーロ/トンで実現。
- WTOルールに適合した欧州のCO2国境調整メカニズム
- CO2最低価格と共通の国境調整メカニズムを持つ国際的な気候クラブ
- 2030年までに1,500万台以上の電気自動車 (ハイブリッド車を除く)、2035年以降はEUのルールに沿ってCO2ニュートラルな自動車のみを導入
- 再生可能エネルギーへの移行の迅速化: 承認の容易化、新規商業施設へのソーラーパネル設置の義務化

社会政策

- 最低賃金を時給12ユーロに引き上げ
- 従来の基本的な福祉給付の代わりに、より寛大な制度を新設し、雇用や長時間労働へのインセンティブを強化
- 年金年齢の引上げ無し、年金減額も無し、年金額は手取り給与の48%以上
- 2022年の年金額の計算を技術的に変更、トレンドに沿った賃金以上の増加無し

market:update

- 2022年に100億ユーロを投じて、公的年金の為に小規模な株式ベースのコンポーネントを開始
- 今後4年間、年金保険料の上限を給与の20%
- 民間の老齢保障制度の改革（公的管理ファンドの選択を含む）
- 労働組合と雇用者による柔軟な労働時間の交渉支援
- 住宅市場の整備
- 年間40万戸の新規住宅建設を目指し、内10万戸に補助金を支給
- 2029年まで「家賃上昇の停止」を延長、ホットスポットでの家賃上昇は3年間で11%に制限



Edger Wallk

メツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
9. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
10. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複製、複製若しくは配布することを禁じます。
11. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

W21-046

メツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会