

## market:update

金融経済の見通し

2021年12月20日

## 米欧の金融政策はインフレ動向を適切に反映しているか

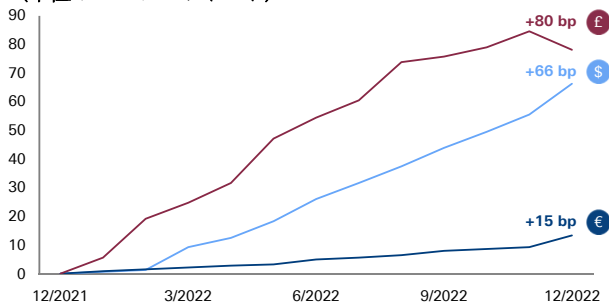
## 金融市場は来年の金利をどのように予想しているか

先週、米連邦公開市場委員会（FOMC）では、米連邦準備制度理事会（FRB）が、顕在化する高インフレに対応して、毎月の資産購入額を米国債と住宅ローン担保証券（MBS）を合わせて月額300億ドルのペースで縮小することを発表しました。

これにより、資産購入プログラムの縮小ペースが、従来の予定より加速し、同プログラムは同年早期に終了しますが、同時にFOMCでは、2022年にエコノミスト予想より早いペースで、FRBが利上げに動くことも示唆されました。

こうした状況下、来年以降の金利政策の行方に、金融市場関係者の注目が益々集まっていると思われます。

## 金融市場関係者は、主要な3つの中央銀行の主要金利の引き上げを予想

OIS\* フォワードによる2022年の予想主要金利上昇率  
(単位：ベースポイント)

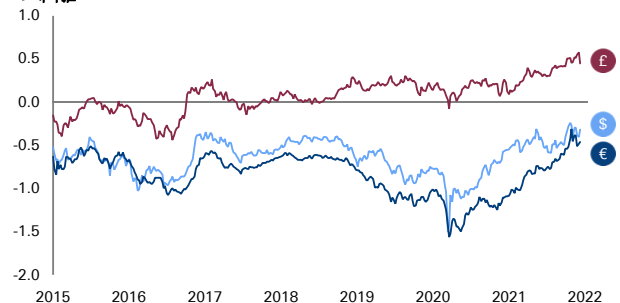
出所: ブルームバーグ、メッツラー  
\* OIS: 翌日物金利スワップ

2021年12月8日現在

現在、金融市場関係者の間では、2022年にイングランド銀行（BOE）が約80ベースポイント、FRBが約66ベースポイント、ECBが約15ベースポイント程度、主要金利を引き上げることが示唆されています。

こうした状況には、FRBとECBという2つの主要な中央銀行が、物価安定の守護者としての信頼性を主張すべく世論の圧力に屈するのではないかと金融市場参加者の見方が反映していると思われます。

米国では、インフレ率の上昇とバイデン大統領の支持率低下の間に密接な相関関係が見られており、2022年秋の中間選挙までにインフレ率を抑制するようFRBが政治的な圧力を受けていることも考えられます。

期待インフレ率は、英国ではインフレターゲットを上回っているが、米国やユーロ圏では下回っている  
中央銀行のインフレターゲットからの中期的な期待インフレ率の乖離\*

\* 5年先から5年間のインフレ・スワップ・レートに基づく（リスク・プレミアム除く）

出所: ブルームバーグ、メッツラー

2021年12月9日現在

こうした中、足元の金融政策に於ける引き締めは時期尚早であり、また引き締め過ぎであるとの金融市場参加者の見方が、中期的な期待インフレ率の指標に表れていると考えています。

例えば、金融市場関係者は、米国とユーロ圏のインフレ率は、各々、現在のインフレの山を越えた後、各中央銀行のインフレターゲットを0.5%ポイント程度下回る水準まで落ち込むと予想しています。これは事実上、2009年から2019年までの低インフレ環境に戻ることに示唆されており、金融市場参加者は、両中央銀行が、金融政策上の過ちを犯しているとも考えられます。

対照的に、メッツラーは、従来、FRBの利上げは2022年6月に1回のみ行われ、ECBの利上げは当面行われたいとの見方を基本シナリオとしており、中期的に期待インフレ率が両中央銀行のインフレターゲットに向けて戻ることを予想しています。

ここで、インフレ見通しの主たる決定要因は、中期的な期待インフレ率です。インフレは、本質的には社会的な事象に過ぎず、最終的に期待インフレ率によってのみ影響されます。勿論、期待値そのものは、ファンダメンタルズに影響され、また中央銀行がファンダメンタルズにどう反応するかという期待値にも影響される点には留意が必要ですが、実際に、期待インフレ率は、インフレ率を予測する上で、フィリップス・カーブやマネー・サプライよりも遥かに優れた指標になり得ると考えています。

# market:update

## スタグフレーションの可能性に直面する英国

一方、金融市場関係者は、イングランド銀行（BOE）による主要金利の顕著な引き上げが予想されているにもかかわらず、英国のインフレ率が構造的に高くなると見ているようです。

実際に、英国ではEU離脱による悪影響が、供給ショックの形で、来年以降、本格的に現れるのではないかと予想しています。英国は欧州の労働市場から切り離されたことで、労働力不足が深刻化し、賃金の急上昇が顕在化しており、2021年9月の賃金は、前年同月比5.9%で、過去のピークである2007年12月（同4.9%）の水準を大きく上回っています。実際に、中期的な生産性の伸びが0%であると仮定すれば、単位労働コストは6%程度上昇すると予想されます。

また、英国は単一市場から切り離されたことにより、商品やサービスが不足する事態に直面しており、これを考慮すると、11月のコア・インフレ率が4%弱に上昇しても何ら驚きではないと思われます。

英国の中期的な期待インフレ率の高さは、イングランド銀行の信頼性が失われる状況も示唆しており、もし本当に信頼性が失われているのであれば、これを取り戻す為、顕著に高い水準まで基準金利を引き上げる必要があります。こうした状況下、イングランド銀行（BOE）が、大方の予想に反して主要中銀でコロナ後初となる利上げを敢行し0.25%としたことは意義深いと考えています。

## 英国がECBやFRBの先行指標になるか

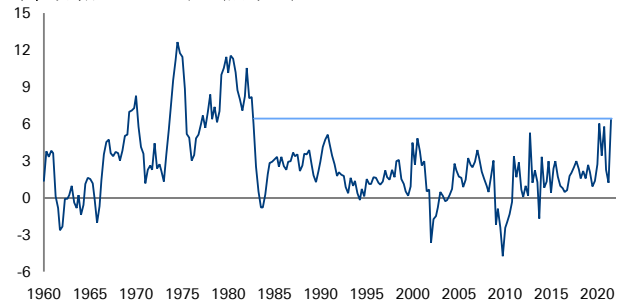
しかし、インフレ率は、先に述べたように、期待値によって大きく左右される為、期待値が反転することも、十分にあり得ると考えられます。仮に米国やユーロ圏の中期的な期待インフレ率が実際に上昇した場合、英国のインフレを巡る動向は、米国やユーロ圏にとって青写真になり得ると考えられます。

米国では、強力な経済成長と過熱した労働市場が相俟って、足元の期待インフレ率に変化を齎すようなセンチメントの変化が呼び起こされる可能性もあると見ています。こうした変化の兆しは、力強い経済データによって示されるようになると思われ、小売売上高、鉱工業生産、フィラデルフィア連銀指数、購買担当者指数等の動向は、とりわけ注視して行きたいと考えています。

こうした状況下、米国の失業率は著しく低下し、雇用者数は記録的な水準に達し、賃金の伸びも高くなっている状況が観察されています。また、第3四半期の単位労働コストは前年同期比で6.3%上昇し、1982年以来の高水準となりました。

## 米国：賃金-物価スパイラルの危険性

単位労働コスト：%（前年比）



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

米国で依然として低い中期的な期待インフレ率が示すように、金融市場関係者は、米国連邦準備制度理事会（FRB）が高過ぎるインフレ率よりも景気後退のリスクを好むと予想しており、総需要にブレーキをかける為には、66ベースポイントの主要金利の引き上げで十分であると考えていると見られます。しかし、インフレ率が予想以上に上昇する中で、FRBがあまりにもハト派的な金融政策スタンスを示せば、英国と同様に中期的な期待インフレ率が上昇する可能性があります。従って、FRBにとっての大きな課題は、中期的な期待インフレ率を安定させることにあると考えています。

## サプライチェーンの緩和

ここ数日、企業から供給側の状況が緩和しているとする声が増加しており、今後はこうした状況が各国の幅広いセクター全体にどの程度波及するか、日米欧の購買担当者指数が注目されます。今後「生産」の項目は上昇し、「納期」の項目は下降することになるでしょう。

また、米国、欧州、日本のサービス部門の購買担当者指数には、新たな変異種であるオミクロン株が、実際の経済活動にどの程度影響を与えているか示されると考えています。

最後に、中国の景気減速を示す判断材料として、今後発表される鉱工業生産や小売売上高の動向等も関心をもって見守っています。



Edgar Walli

メッツラー・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、メッツラーグループが提供する情報をメッツラー・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写、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。

W21-048

メッツラー・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