

## market:update

金融経済の見通し

2022年2月7日

## ユーロ圏：インフレリスクは過小評価か

2021年12月にユーロ圏のインフレ率が前年同月比5.0%と過去最大の上昇を示しました。これは主にエネルギー価格の動向を反映したもので、エネルギーと食品を除いたコア・インフレ率は2.7%の水準に留まっています。概して、インフレが許容されるのは、国民が物価上昇分を吸収して購買意欲を維持できる場合のみだと思われ、例えば、賃金が一定でエネルギー価格が上昇した場合、消費者は実質的に消費を抑えなければならない可能性が高く、エネルギー以外の物価下落によって不況に陥る可能性さえ考えられます。

そこで、欧州中央銀行（ECB）は、1999年の通貨統合開始以来の賃金上昇率が、年平均で約2.7%であり、この間の生産性の上昇率が同0.7%であった事実が、コア・インフレ率が2.0%であることと整合的だとして賃金動向に注目しています。ユーロ圏では、賃金データは四半期毎に公表されますが、実際に2021年第3四半期の労働協約賃金の上昇率は僅か1.3%であった一方、従業員一人当たり給与の伸び率は、前年同期比3.0%増となる等、パンデミックの影響と見られる歪みが近時、表面化しています。

## ユーロ圏：賃金動向の推移

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9月30日現在

## 賃金上昇がインフレの主要因

かように数ヶ月に亘り、顕著に高水準のインフレが続いてきたことや、ドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）が今後さらに数ヶ月に亘るインフレ率の高止まりに言及したこと等を踏まえると、ユーロ圏の賃金上昇率は既に3.0%程度の水準こそが実態なのではないかと考えられます。これにつき、金融市場関係者は、ここ迄、主として労働協約賃金の低さに注目してきたと見られますが、インフレ率が高止まりする状況が現実になってくると、従来認識が変わる可能性があると考えています。

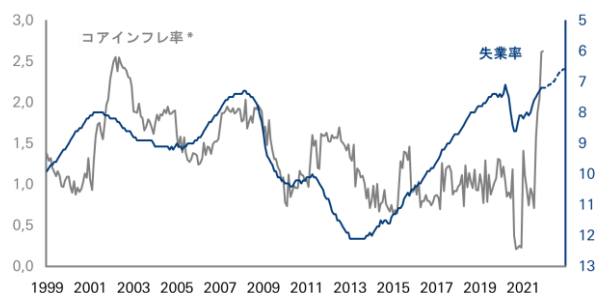
実際、ドイツでは、これまで物価を押し上げてきたとされるパンデミック対策の付加価値税（VAT）減税の終了もあり、その後は物価上昇の勢いが鈍化するとの見方があった中、2022年1月のインフレ率が予想を超える伸びを記録しました。今後は特にコア・インフレ率が殆ど低下しない状況が確認される場合など、ECBは神経質にならざるを得ないと思われ、恐らく足元で一般的に予想されているより早い時期に主要金利の引き上げを開始する可能性もあると考えています。

こうした中、ユーロ圏ではフィリップス曲線に於ける失業率とコア・インフレ率の関係が再び強化される状況も考えられます。実際、2013年から2021年半ばの期間は、失業率とコア・インフレ率の間に相関がほぼ見られない状況でしたが、本来ならユーロ圏の失業率の低下が労働者の購買力を高め、結果として賃金の上昇に繋がっていた筈だと思われます。メツラーでは、ユーロ圏の失業率が年末にかけて、ユーロ導入後の最低水準となる6.5%程度に低下すると予想しており、概してインフレ傾向は期待に強く依存すると思われることから、インフレ期待が高まれば、フィリップス曲線が再び機能する状況が観察されるようになると考えています。

## ユーロ圏：フィリップス曲線は再び機能するか

米国：失業率（%）、消費者物価デフレーター\*

前年同期比：%



\* エネルギーと食料品を除く

出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年12月31日現在

## 経済成長は失業率の低下に影響を与える主要因

結局のところ、GDPの伸びに示される経済成長が堅調に推移することが、失業率の低下に寄与すると考えています。ドイツの産業界も、オミクロン株の感染拡大にもかかわらず、再び好調さが目立つようになっており、今後は益々、新規受注の増加等によって統計的に明らかになって行くであろうと考えています。

近時は、購買担当者指数に於いて、産業部門が強く、サービス部門が弱いという典型的なパンデミックを反映した状況が示されてきました。しかし、オミクロン株による感染症の入院率や死亡率が低いことを背景に、英国

# market:update

やデンマークといった国々では、既に自国でのコロナ対策を完全に終了することを決定しており、他の欧州諸国も追隨して行くものと思われます。

目下、欧州の良好な成長見通しに垂れ下がる「ダモクレスの剣」（繁栄の中にも危険が差し迫っていること）は、ウクライナをめぐる紛争だと思われますが、これに対して予測を行うことはほぼ不可能と思われ、エコノミストとして出来ることは、その時々的情勢に対応して予想を調整することだと考えています。

## 米連邦準備制度理事会は完全雇用には達したと判断

米国では足元、非常に強い労働市場を示すレポートが発表されており、失業率の低下と過度の賃金上昇が危惧される状況にあると見ています。実際に労働市場は益々過熱した領域に入っている可能性があり、既に12月、時間当たり賃金は1982年以来で最も強い伸びを記録しました。足元の購買担当者景気指数（PMI）関連のデータでは、新型コロナの影響と見られる産業・サービス部門の落ち込みが目立ったものの、労働市場に関する個別調査では実際に改善が見られました。

## 米国：賃金価格スパイラルが発生するリスクが高い

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12月31日現在

## 米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）のバランスシート政策

2008年の金融市場危機以降、米連邦準備制度理事会（FRB）は、商業銀行がFRBに預けている準備金に対して利息を支払ってききましたが、これは金利政策とバランスシート政策を分けて運営することを可能にしており、もしFRBが準備金に金利を支払わなければ、主要金利を引き上げる前に先ずバランスシートを大幅に縮小しなければならないと思われます。仮に米国の主要金利が今年1.0%に上昇すれば、商業銀行は現在、FRBに預けている約4兆ドルの準備金に対し、凡そ400億ドルの利払いを受ける計算になる為、銀行収益が直接的に増加するとされます。しかし、これには政治的に高い代償が伴う可能性がある為、容易な判断ではないと思われます。従って、FRBは近々バランスシートの縮小を開始するこ

とになると見ていますが、このことによって、株式市場をリスクに晒さないという重要な課題と向き合うことになると思われます。

ユーロ圏では、欧州中央銀行（ECB）のバランスシートが約8.6兆ユーロと爆発的に増加した状況ですが、ECBの証券購入プログラムは、信用度の低いユーロ圏の国々の債務危機を回避することに大きく貢献しました。今後、ECBは、こうした国々の国債市場に波風を立てずにバランスシートを縮小して行けるかが、問われることとなりますが、現時点では、ECBが実際にバランスシートを縮小出来るような状態になることは想像し難いと考えています。

イングランド銀行（BOE）は、既に主要金利の引き上げに踏み切っている他、バランスシートの縮小についても検討を進めていると見られ、動向とそれによる影響が注目されます。しかし、英国については、イングランド銀行による流動性のコントロール如何が、欧州株式市場に与える影響は然程大きくないと考えており、これが更に欧州の他国の資金調達状況に影響を与えることもほぼ無いと思われる為、総じて金融市場への致命的な影響に繋がる懸念はないと考えています。

# market:update



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. 害について一切責任を負いません。
9. 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。
10. 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。
11. 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。
12. 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。

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

W22-004