

market:update

金融経済の見通し

2022年3月28日

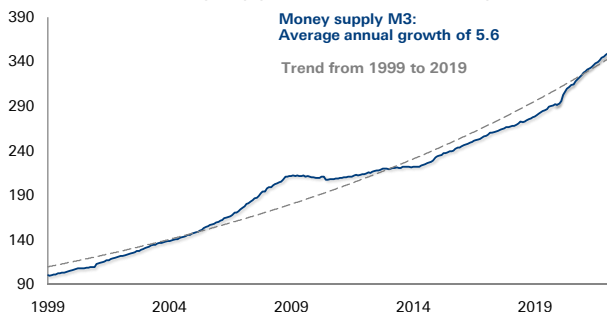
ユーロ圏のマネーサプライ増加は過剰か？

ドイツでマネタリズムの支持者が威勢を取り戻しているようです。ユーロ圏のマネーサプライの過度な増加を警告する記事を目にする機会が増えています。それに伴い、インフレ目標を上回るインフレが警告され、ついに欧州中央銀行(ECB)の政策金利引き上げを求める声も聞かれます。

しかし、マネーサプライの過度な増加とはどのように定義されるのかという疑問が生じます。欧州で通貨統合が始まった1999年から2021年末までのマネーサプライ増加率は平均して前年比+5.6%、インフレ率は同+1.8%でした。ECBのインフレ目標である2.0%を達成するには、マネーサプライの伸びが十分でなかったことは明らかです。

ユーロ圏：マネーサプライの過度な増加はみられない

マネーサプライ (M3) (1999年1月31日=100)



出典 Refinitiv Datastream, Metzler, 2022年2月28日現在。

1999年以降のマネーサプライの推移を見ると、2004年から2009年にかけて増加ペースが加速したことを確認できますが、それは消費者物価の強い上昇にはつながりませんでした。当時は、中古/新築不動産購入のための住宅ローン融資が過剰に行われ、住宅価格の高騰を招きました。このように、マネーサプライは消費者物価や資産価格インフレの重要な先行指標となります。仮に、2004年以降のマネーサプライの増加にECBが適切に対応していれば、欧州各国の不動産バブルは防げたかもしれません。

世界金融危機の後、銀行貸出が停滞したため、マネーサプライの伸びも2014年まで停滞しました。結局のところ、銀行が信用創造を行うのは融資をするときだけです。2014年から2019年までは緩やかなマネーサプライの伸びが観察されました。

一方、新型コロナウイルスのパンデミック以降、マネーサプライの伸びは再び加速しています。この加速は、パンデミック下での高水準の財政赤字が、ECBの債券買入プログラムによって賄われたことの結果です。つまり、ECBが非預金取扱機関から債券を購入すると、その口座に入金があり、マネーサプライが増加するのです。

現時点では、マネーサプライの残高は長期的なトレンド（1999年から2019年まで）に戻ったに過ぎません。債券買入の終了と今年2回と予想される政策金利の引き上げにより、その後数ヶ月はマネーサプライの伸びが再び鈍化するとみられます。したがって、マネーサプライの動向を背景とした過度なインフレ・リスクは見込まれないでしょう。

マネーサプライより重要なインフレ期待

しかし、上記の分析は、「インフレ・リスクは無い」と結論付けるものではありません。もし、金融安定性に対する信頼が失われれば、市場参加者はユーロを速やかに売却する代わりに実物資産に投資し、貨幣流通速度が上昇する可能性があります。歴史的には、マネーサプライよりもインフレ期待（つまり金融安定性に対する信頼）の方が、インフレ動向を左右する要因として重要でした。このため、ECBがここ数週間で顕著に上昇したインフレ期待を安定化するために断固とした行動を取ることが非常に重要です。

供給ショックによるインフレ

供給ショックもインフレ期待が高まっている理由の一つです。ロシアによるウクライナ侵攻によって、グローバル経済で使用可能な原材料が減少し、中国と欧州間の貨物輸送が混乱しています。また、中国では新型コロナウイルスの感染対策としてロックダウンが行われ、短期的に工場が閉鎖されています。現在、サプライチェーンへの圧力は増加傾向にあり、ますます多くのドイツ企業が減産を余儀なくされています。

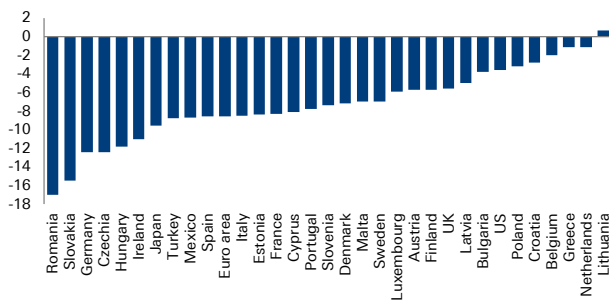
国際通貨基金(IMF)の調査では、サプライチェーンのボトルネックがなければ、2021年後半のドイツの鉱工業生産は12%増加していたと結論づけています。ドイツよりもサプライチェーンのボトルネックの影響を大きく受けたのは、ルーマニアとスロバキアだけでした。ここ数週間で、このマイナス効果は強まったと思われるが、

market:update

逆に言えば、ドイツがボトルネックの緩和から最も恩恵を受ける可能性が高いということでもあります。

2021年下期における供給ショックの鉱工業生産への影響

トレンドからの乖離率 (%ポイント)



出典：日本経済新聞社 国際通貨基金 (IMF)

注) 棒グラフで示した値は、2021年の供給ショックが2021年後半の鉱工業生産に与えた影響の平均値

サプライチェーンへの圧力と原材料不足は、インフレ率の上昇と実体経済の減速を意味し、欧州及び世界経済はスタグフレーションに見舞われる可能性があります。このような環境下、中央銀行の課題は、賃金と物価が共鳴して上昇する「二次的効果」を防ぐことです。過去の経験からも、インフレが制御不能になるリスクを冒すよりも、その危険に早期に対処することが望ましいと思われる。特に英国では、危険なインフレスパイラルがすでに迫っているとみています。



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。