

market:update

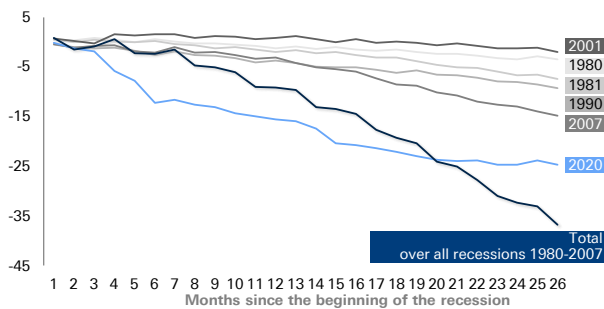
金融経済の見通し

May 30, 2022

景気後退リスクは過大評価、インフレリスクは過小評価か

現在、異常に高いインフレ率が顕在化している背景は、サプライチェーンのボトルネックやウクライナ戦争による影響のみで語り尽くせるものではなく、元来、各国の中央銀行によって続けられてきたゼロ金利政策や量的緩和、政府による膨大な景気刺激策等、極めて包括的且つ拡張的な経済政策の結果としてもたらされた事象として捉えるべきであろうと考えています。

近時、各国政府により実施された景気対策の規模は顕著に増大しており、とりわけ、2020年のパンデミック時に米国で実施された景気刺激策の規模が、過去、即ち1980年以降に見られた5回の典型的な不況期に同国政府によって実施された景気刺激策の合計に匹敵する規模であることが注目されます。

米国：パンデミックの景気刺激策は未曾有の規模
各不況開始以降の累積財政赤字 単位：対GDP比

出所：リフィニティブ、データストリーム、メツラー 2022年4月30日現在

従って、サンフランシスコ連邦準備銀行の調査結果について、2022年4月の米国のコアインフレ率が、政府による大規模な景気刺激策がなければ、6.2%ではなく3.2%程度に過ぎなかったことが示唆されていると解釈することが可能ではないかと見ています。即ち、足元で過度な需要不足が問題になっているということではないと考えられる為、米国と欧州に於ける景気後退のリスクは、ロシアによるガス禁輸の可能性を除くと、相応に低いのではないかと見ています。

一方、政府による景気刺激策の終了後は、インフレ率が、中央銀行が目標とする水準に戻るのではなく、賃金価格スパイラルなどインフレ亢進のプロセスが発動されるリスクが生じていると考えられることから、高止まりする可能性があると考えています。

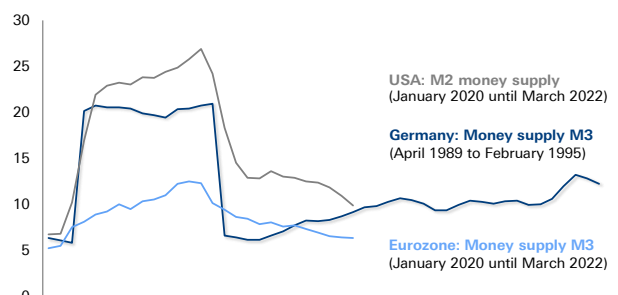
例えば米国では、総需要が強過ぎることを背景として労働需給が逼迫し、それが贅沢な賃金要求を生み、企業がそれに対して利鞘を確保すべく製品・サービスの価格を上げざるを得なくなることから、今度はそれが賃金要求を高める一因になっていくというスパイラルに陥ることが懸念されます。

青写真としてのドイツ再統一

国家が多額の資金を使うと、その資金は国家の発注で利益を得る企業や労働者の口座に入ることになる為、マネーサプライ（通貨供給量）が増加すると思われます。

今般、米国の景気刺激策によりもたらされたマネーサプライの増加は、規模の面で、ドイツ再統一の時期に見られたものと比較可能だと考えられますが、当時のドイツではマネーサプライが約20%増加したのに対して、現在の米国では同25%以上増加しています。

尚、ユーロ圏のマネーサプライ（M3）の伸びについては、当面の間、相対的に緩やかなものに留まるのではないかと考えています。

ドイツ再統一後とパンデミック後の類似性
マネーサプライ推移：対前年比

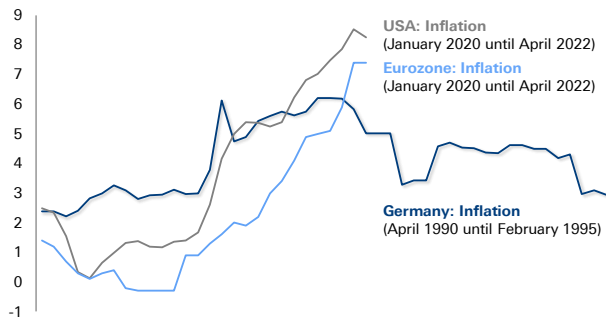
出所：リフィニティブ、データストリーム、メツラー 2021年10月31日

最近の米国とユーロ圏のインフレ率の大幅な上昇には、サプライチェーンのボトルネックとコモディティ価格の急上昇による影響が色濃く関係していると思われませんが、1990年代のドイツでは、そのような現象は見られませんでした。それでも前述の通り、米国のパンデミック後と、1990年代の再統一後のドイツとの間に見られるマネーサプライ推移の驚異的とも言える類似性を考慮すると、近時の米国に於けるインフレ率の推移が再統一後のドイツで見られたインフレ率の推移にほぼ追随するかのよう動きを見せていたことは驚くに当たらないと考えています。

market:update

インフレ推移に驚くほど類似性が見られる

単位：% 前年同月比

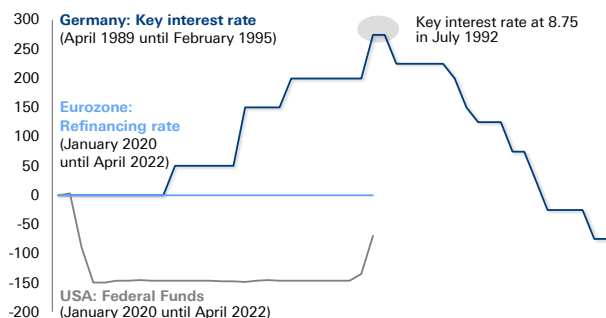


出所：リフィニティブ、データストリーム、メツラー 2021年10月31日

ここで、以上のような事実から、今日の金融政策にどのような教訓が得られるか考察して見たいと思います。当時のドイツ連邦銀行（ブンデスバンク）は、再統一に関連した好景気の最中にインフレを抑制する為、主要金利を2.75ポイント引き上げて8.75%にせざるを得ませんでした。その際、当時の実質金利は2.5%に達していました。

一方、米連邦準備制度理事会（FRB）は、パンデミック発生時に主要金利を1.5%ポイント引き下げ、今年に入ってから0.75%ポイント引き上げましたが、金融市場関係者の間で、さらに今後12ヵ月間で合計2.5ポイントの主要金利引き上げが予想される状況となっています。このことから、今後はFRBが、当時のブンデスバンクと同程度に主要金利を引き上げることが示唆されると考えられますが、それでも、米国では主要金利の引き上げにもかかわらず、インフレ亢進により実質金利がマイナスを維持する可能性が高いと見ています。

当時ブンデスバンクはインフレ抑制の為、主要金利を2.75%ポイント引き上げた 利上げ開始時点と比較した金利の累積変化量 (単位：ベースポイント)



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

米国で主要金利の引き上げは、インフレ率を再び低下させる程、経済成長の十分な減速を確かにもたらすのか、或いは、プラスの実質金利がその前提条件になるのかという疑問が生じます。

この点については、今後数ヵ月間の経済データによって明らかになると思われますが、インフレを再びコントロールするには、プラスの実質金利も必要ではないかと考えています。その背景には、需要を十分に抑制するには、少なくとも0%以上の中立的な実質政策金利に到達する必要があるという考え方があり、そこから、主要政策金利や国債利回りの上昇リスクは依然として残っているのではないかと考えています。

弱い経済：需要と供給どちらに原因

最近、中国の深刻な景気後退を背景に、景気後退のリスクに関する議論が再び活発化しています。しかし、今後の見通しを考える上では、弱い経済データが、供給側に起因するものなのか、それとも需要側に起因するものなのか見極めることが重要と考えています。

例えば、中国の深刻な景気後退がロックダウンのみに起因するとすれば、ロックダウンの解除後に景気が大きく上向くことが予想され、景気後退の予測は当たらないこととなります。しかし、不動産市場の低迷に見られるように、中国には需要の問題もあると思われる為、同国政府は景気刺激策による対策を講じることになると見えています。

結局のところ、新型コロナの流行は、中国以外の国では世界的に沈静化したと言え、今後はサービス部門の活動の回復傾向が、サービス部門購買担当者指数に示されてくると見えています。この為、米国と欧州の景気後退のリスクは大幅に低下している可能性があると考えています。一方、産業部門は、需要と供給の両方のショックから影響を受けているようであり、今後は産業部門の購買担当者指数に顕著な弱さが見られると考えています。とりわけ、ドイツは産業部門への依存度が高い為、IFO指数が著しく低下することが考えられ、少なくとも、当面の間は米国の消費が世界経済の柱であり続けるのではないかと考えています。

market:update



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. 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

W22-019