Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 10 月 11 日

ドイツの債務ブレーキは急進的か？

政府部門単独で見れば、債務ブレーキを支持する強力な論拠があります。平時には政府債務が急速に減少し、通貨危機やソブリン債危機のリスクが軽減します（下記英国の例を参照）。景気後退の際には、政府債務を増加させ、財政刺激策で景気対策を行う十分な余裕を持てます。

しかし、このような部分的な見方は偏った認識を与えるものであるとみられ、経済全体への影響、つまり総体的な観点から債務ブレーキを考える必要があります。ドイツの大きな問題は、民間の家計や企業の貯蓄率が既に非常に高く、政府の緊縮財政は逆効果であるということです。

単純化したケース

相互関係を説明するために、非常に単純化した仮定をおいて例を挙げます。ドイツ経済は、必需品メーカーと高級品メーカーの2社だけで構成されており、ドイツ国民の半数ずつがこの2社でそれぞれ働いているとし、各家計は収入の半分を貯蓄するとします。

両社とも商品を生産し、市場に出しています。しかし、ドイツ国民は必需品だけを購入し、収入の残りを貯蓄に回すので、貯蓄率は50%となります。

想定されるシナリオ:

1. 高級品メーカーは売上が立たないので、従業員を解雇しなければならない。一国経済全体の所得が半分になり、必需品の需要も減少する。そのため、必需品メーカーも余剰人員削減をしなければならない。**結果：**このプロセスは、生産が完全に停止するまで続く。
2. 高級品メーカーが国外需要を求める。国外の顧客はその商品を購入したいが資金がない。高級品メーカーはドイツ家計の貯蓄を借り入れ、それを国外の顧客に貸し出す。ドイツ国内には大量の商品が余っているので信用基準は特に高くない。**結果：**過去の金融危機のたびに、借り手が持続的にローンを返済することができず、ドイツの投資家は大きな損失を被った。例えば、ドイツの投資家は米国のサブプライム債、スペインの不動産、ギリシャ国債に対し資金の出し手となったが、その結果、総損失額は 5,000 億ユーロ以上となった。
3. 日本の事例：日本における海外向け融資の信用基準はドイツよりも高く、そのため日本の貿易黒字はドイツのそれより少ない。総需要を安定させるために、日本政府は家計貯蓄の大部分を借り入れなければならない-その結果が高水準の政府債務である。しかし、日本では民間の家計や企業の貯蓄率も高いため、政府の緊縮財政のもと増税や政府支出の削減を行うとシナリオ1のように景気後退に陥ってしまう。

結論-債務ブレーキのポイント

ドイツはこの中間を選択することができます。マーストリヒト条約の枠組み内でGDP比2～3%の財政赤字であれば、非常に緩慢にではあるにせよGDP比での政府債務残高は減少するとみられます。その恩恵として、ドイツの投資家は信用力の高いドイツ国債への投資を拡大することができ、またインフラ、教育、研究開発など、喫緊の課題である投資を賄うことが可能になります。

原則として、マーストリヒト基準のような一定の余裕を持った国家債務に関するルールには意味があると思われます。しかし、ドイツの債務ブレーキはあまりに急進的であると思われます。また、債務ブレーキの有用性は、企業や家計の貯蓄性向にも依存します。ドイツ企業の投資ニーズが高い場合には、企業の貯蓄が減少することから、債務ブレーキは有用であると思われます。

英国の動向は債務ブレーキの有用性を示しているか？

英国の新政権は、家庭向けのエネルギー料金に上限を設け、また大型減税を実施する財源として、国債増発を計画しています。インフレ率が前年比+10%程度で上昇する環境下で財政出動を決定するのは極めて異例であり、インフレ圧力を高める可能性すらあることから、インフレ目標である2.0%への回帰を目指す金融政策と相反することになります。

その結果、必要な利上げ幅が拡大するでしょう。金融市場は、現在の2.25%から2023年春に6.0%まで政策金利が上昇する可能性を織り込みました。その結果、債券市場は暴落し、英国30年国債の利回りは年初の1.0%前後から一時5.0%超に上昇しました。

英国債に圧力がかかる

英国30年国債の利回り（単位：%）

出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年9月28日現在

通常、利上げが予想されるとその通貨は上昇します。しかし、実際には英ポンドは大幅に下落しました。

英ポンドの暴落は新発国債の供給過多に起因するとみられ、投資家は英国債や英ポンドを敬遠しました。このように、英国政府の行動は、エマージング市場の政府の行動に似ています。つまり、需要不足である通貨建てで過剰な債務を借り入れようとしているということです。英国は国内の貯蓄率が非常に低く、そのため政府債務のファイナンスを海外投資家に依存しています。したがって、債務ブレーキは英国にとって理にかなっているとみられます。一方、ドイツは貯蓄率が非常に高いため、新発ドイツ国債に対する需要が十分にあるでしょう。

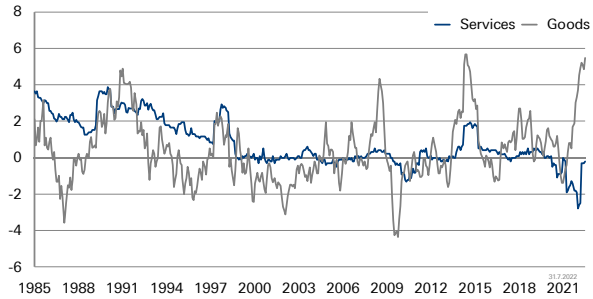
下落圧力を受ける日本円

日本円も下落圧力にさらされています。外国人投資家が円を敬遠しているからではなく、超金融緩和政策が原因です。日本は国内の貯蓄率が非常に高く、国債の消化に基本的に問題はないとみられます。

確かに、日本のインフレ率はまだ非常に低いです。ここ数ヶ月のインフレ率の上昇は、商品価格、つまり輸入インフレによるものでしかありません。サービス部門のインフレ率、つまり国内要因に起因するインフレ率はまだ前年比+0%程度で、したがって金融政策を変更する理由はみられません。国内のインフレ率が低い理由は、賃金の伸びが弱いからであり、こうしたもとでは円安圧力は当面継続するとみられます。しかし、日銀が金融政策を変更すれば再び円高が進む可能性があります。

日本：国内要因のインフレ圧力はみられない

財・サービスの消費者物価指数（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　2022年7月31日現在

景気見通しは良好です。金融政策と財政政策が十分に相乗効果を発揮しているとみており、日本では中国、欧州、米国のような景気後退は予想していません。

米国：景気後退は差し迫っていない

最近の米国の経済指標は、景気後退が差し迫っているものではなく、おそらく来年になることを示唆しているとみています。

景気の底堅さの背景には、雇用の大幅な増加と求人件数の多さに象徴される堅調な労働市場があり、これと連動して賃金価格スパイラルの大きなリスクがあります。好調な労働市場は、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を大幅に引き上げなければならない可能性を意味しており、市場の利上げの織り込みがさらに進むリスクもあるとみられます。

欧州：問題は景気後退の深さ

9月のユーロ圏購買担当者景気指数(PMI)、8月のドイツの鉱工業受注は、欧州経済の落ち込みを示すものでした。少なくとも、欧州のエネルギー価格がやや低下していること、サプライチェーンのひっ迫がますます緩和されていることは良いニュースです。

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、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、当社はその変更等に起因する損
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. 本資料に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

W22-036