Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 10 月 17 日

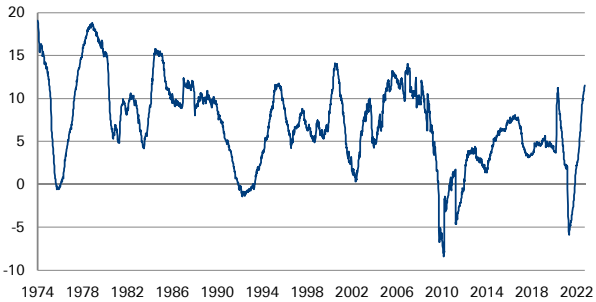
米国のインフレに終止符はまだか

マネタリストによるとインフレは常に逼く、貨幣的な現象であるとの主張が見られます。しかし、経験的にマネーサプライとインフレ率の間には、安定した相関関係が必ずしもある訳ではなく、留意が必要と考えています。実際、2021 年 1 月に、米国のマネーサプライ M2（現金、要求払預金、当座預金、定期性預金、MMF 等）の伸び率が前年比 25%超に加速していた際、インフレ率は、まだ警鐘が鳴らされる水準ではなく、一方、顕著にインフレが進行した 1970 年代に、マネーサプライ M2 の伸び率はピーク時でも 15%程度に過ぎなかったことが分かっています。

今回のインフレ局面について見ると、マネーサプライの伸び率は、先行指標として一定の有効性を示したものと考えられます。理由として、米国政府が新型コロナウイルスに関する救済策の一環として引き受けた多額の債務に見合いのマネーが消費者に流れ込み、消費者はそれを銀行口座に預けるというフローが成立した為ではないかと考えられます。又、高い消費性向に裏打ちされた旺盛な購買意欲を背景にインフレが進行したとも考えられます。

一方、足元でマネーサプライの伸び率が 4.0%程度に鈍化している状況が示される等、アナリストの間で既にディスインフレに入っている可能性を指摘する向きが出始めていると見られ、留意が必要と考えています。

米銀による企業向け及び消費者向け貸出
米国の民間部門への融資動向　　単位：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 9 月 21 日現在

現在、多くの資金が銀行口座からマネー・マーケット・ファンドに流入している状況が確認されており、これがマネーサプライの伸びを抑制する方向に働いている可能性があると考えています。

2020 年と 2021 年、米国は新型コロナ対策で多くのマネーを新たに創出しましたが、現在、それは民間企業向け銀行融資の顕著な増加となって表れており、実態経済へのマネー供給力は、依然として力強いものになっていると見られます。従って、前述のマネタリストの議論に基づき、米国のインフレに終止符が打たれたと言及するのは、余りにも時期尚早ではないかと考えています。

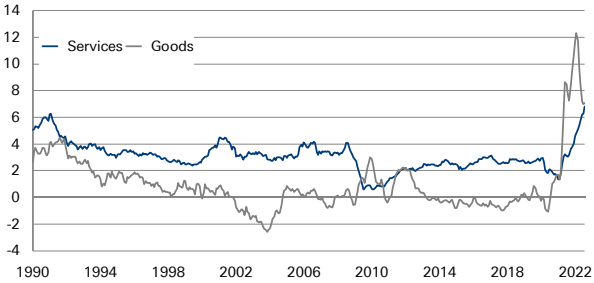
注目される米国のインフレ動向

米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げとドル高は、世界的な過剰流動性を吸収する機能を果たしていると思われますが、米国以外の資本市場では、国家財政が脆弱で、政府が金融・財政政策上の過ちを犯したと見られる国で厳しい売り圧力に晒される例が見られています。
とりわけ英国では、新政権による大型減税案で生じた財政不安を背景に英国債とポンドの対ドル相場が急落する等、市場参加者の懸念が増幅される状況が見られます。

米連邦準備制度理事会（FRB）は現在、金融政策における意志決定の基準をインフレのみに置いていると思われ、その動向から目が離せない状況が続いていますが、足元の状況には光と影の両面が見て取れます。米国では物品インフレが、既にピークを過ぎたと見られますが、この背景には、グローバル・サプライチェーンがほぼ正常に戻ったという最初の兆候が現れ始めたことがあり、前向きな材料として捉えています。

尚、例えば、パンデミック時にフィットネス機器などを購入した消費者は、当面の間、新しいものを必要としないと考えられることから、商品需要も多少弱まる可能性があると見ており、今後発表される小売売上高等の指標に注目しています。

米国： サービス部門のインフレ率は 6.0%超
米消費者物価指数の推移　　単位：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 8 月 31 日現在

これとは対照的に、サービス部門のインフレ率は加速しており、賃金の動向によって大きく左右されるこのインフレは持続的なものである可能性が高いと見ています。前回 9 月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、6 月の会合以降 3 回連続となる 0.75%の利上げが行われ、フェデラル・ファンド・レートの目標範囲は 3～3.25%に設定され、その後の継続的な利上げの必要性について言及されていましたが、サービス部門のインフレが再び制御可能な状態に戻る為には、米国の主要金利が 5.0%程度まで上昇する必要があると考えています。

中国：成長に対する楽観的過ぎる見方

ブルームバーグによると、2023 年の中国の経済成長率に対するコンセンサス予想は約 5.0%とされています。この経済成長の要因は、人口増と生産性上昇とに分けられると思われますが、中国の人口は、今年の段階で既に減少に転じていると見られる為、同国の経済成長は生産性の向上のみによってもたらされると考えられます。ここで、中国は、既に高・中所得水準に達しており、多くの産業で世界をリードする地位に達していると見られる為、今後の生産性の伸びは低下する傾向になっていく可能性が高いと思われます。世界で最も成功した経済国とされる米国でも、生産性の長期的な平均成長率が年率約 2.0%の水準であることは認識されて然るべきだと思われます。

中国は現在、深刻な不動産危機と信用力の低下の真っ只中にあると思われます。今後は更に米国と欧州の景気後退による輸出減速に見舞われる可能性が高いと思われる為、2023 年の経済成長率は僅か 2.0%程度に留まるのではないかと予想しています。同国のインフレ率も、内需の弱さにより低水準に留まると予想しています。

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
W22-037