

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2020年11月30日

## インフレリスク、あるとすれば米国

### 米国とユーロ圏のインフレ期待の乖離

長期インフレ期待は、2004年から2011年までの10年物インフレ・スワップ（固定金利とCPI（消費者物価指数）に連動した変動金利を交換する取引）の平均で測定すると、米国で約2.6%、ユーロ圏で約2.3%と、2011年末まで米国とユーロ圏ではほぼ同程度の水準で推移していました。この頃の金融市場参加者は、FRB（米連邦準備理事会）とECB（欧州中央銀行）は、いつでもインフレ目標を達成できると期待していました。しかし、それ以来、米国とユーロ圏の間にはインフレ期待に大きな乖離が生じています。現在、インフレ期待は、米国では約2.0%、ユーロ圏ではわずか1.0%です。この結果、米国のインフレ期待はFRBのインフレ目標を約0.5%下回っており（FRBのインフレ目標は2%だが、FRBが重視するコアPCEデフレーターはCPIを概ね0.5%下回る）、ユーロ圏のインフレ期待はECBのインフレ目標（「2%未満だが2%に近い」）を約1.0%下回っていることとなります。金融市場参加者は、ECBの近い将来のインフレ目標達成を疑問視しているようです。一方、米国では、FRBがはるかに高い確率でインフレ目標を達成することが期待されています。

### 世界金融危機までは資金の需要超過が存在

これは、12年前の世界金融危機以降、家計の貯蓄と企業の設備投資の関係が米国や欧州において根本的に変化したことに関係している可能性があります。世界金融危機の前、私たちは資金の需要超過が存在する世界に住んでいました。つまり、企業の設備投資と政府の財政赤字を同時に賄うのに、家計の貯蓄は十分ではありませんでした。政府や企業からの資金需要を抑制するために実質金利を高く設定し、設備投資向けの金額を低下させることで、貯蓄の金額に近づけるようにしました。このような環境下で、中央銀行はいつでも主要政策金利を引き下げることにより、信用需要を刺激し、貯蓄性向を低下させることができました。その結果、経済は大きく拡大し、一定のタイムラグの後にインフレ率が上昇しました。

### 構造的なものと思われる、高貯蓄性向

しかし、世界金融危機以来、私たちは貯蓄超過の世界に住んでいるようです。家計や企業は、企業の設備投資のための資金需要をはるかに上回る貯蓄をしています。そのため、家計や企業は必死になって金融市場に投資機会を求めています。投資機会（IS（貯蓄・投資）バラ

ンス的に）政府または海外でしか見つけることができませぬ。貯蓄性向が高いのは本質的に構造的であるように思われるため、このような環境では金融政策は全く効果的ではありません。貯蓄超過の世界への移行の理由として考えられるのは、社会の高齢化、度重なる金融危機による深い心理的な傷、過去の超緩和的な金融政策に起因する債務超過などです。このような環境下では、総需要をコントロールできるのは財政政策だけです。財政赤字が十分に大きければ、経済は貯蓄超過の世界から資金の需要超過の世界に戻ることでさえできると考えられます。

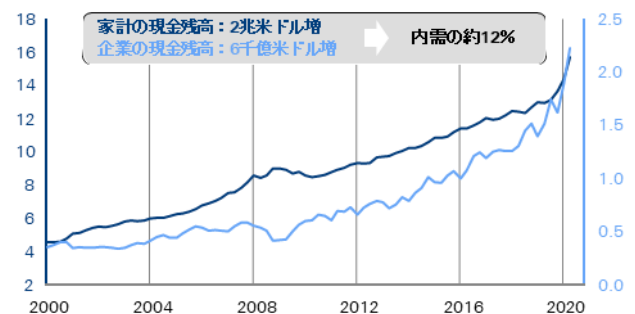
### 主に所得移転に用いられている米国の財政赤字

財政政策面では、ユーロ圏よりも米国の方が著しく積極的です。たとえば、大多数のエコノミストは、米国の財政赤字のGDP比率は、2020年は16%、2021年は10%となると予想しています。一方で、ユーロ圏の財政赤字/GDP比率は、2020年は9.5%、2021年は5.5%にとどまると予想されています。その結果、米国経済の成長見通しはユーロ圏経済よりも格段に良いものとなっており、結果として米国でインフレが正常化する見通しとなっています。

興味深いことに、米国の高い財政赤字は、政府の消費や投資にはほとんど使われておらず、むしろ家計や企業への所得移転に使用されています。家計と企業は、この所得移転の大部分を貯蓄したため、家計の現金残高は2020年に約2兆米ドル増加し、企業の現金残高は6000億米ドル増加しました。両者を合わせると、内需の約12%に相当します。

### 米国：流動性バッファが、2021年に「買いまくる」となるか

現金残高の推移（網掛け部分は2020年の増加額）（兆米ドル）



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2020年6月末時点

# market:update

このように、2021年の米国の経済とインフレの見通しは、家計と企業の貯蓄がどうなるかにかかっています。2021年に集団免疫が獲得された後、貯め込んだお金がすべて、消費と投資に流れ込むと、尋常ではない好景気もたらされ、約6ヶ月のタイムラグでインフレ率が上昇することになります。

## ほとんど手つかずの米国の貯蓄

しかし、米国の家計の貯蓄行動も世界金融危機以降、変化しているようです。それ以前は、株式や不動産等の資産価格の上昇による家計の保有する資産の価値上昇に伴って（消費を拡大させることにより）貯蓄率が低下するという強い「資産効果」が見られました。しかし、世界金融危機以来、逆の傾向が見られています。すなわち、家計保有の資産の価値が過去最高を記録するまで上昇したにもかかわらず、貯蓄率も上昇しました。これは言わば「反資産効果」です。このことは、お金の大部分は貯蓄されており、それは2021年に消費需要や設備投資需要に流れ込まないことを示唆しています。したがって、米国のインフレリスクはむしろ低いと見ていますが、それでも高インフレとなる可能性はあるため、少なくとも米国においては、リスク・シナリオは高インフレです。

## 米国：世界金融危機以降の貯蓄性向の高さは「2021年に消費ブーム」との見方に相容れない

家計の可処分所得に占める貯蓄と資産の比率の推移



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH、2020年9月末時点

## 冬の米国、欧州の深刻な不況

ここ数週間、新型コロナウイルスの新規感染者数は米国で著しく増加した一方、欧州ではピークに達したようです。

このことは、米国では地域レベルでさらなる封鎖措置が実施される可能性が高く、経済成長に悪影響を及ぼす可

能性があることを示唆しています。そのため、購買担当者景気指数 (PMI、総合) (11/23) とコンファレンス・ボード発表の消費者信頼感指数 (11/24) の著しい低下が予想されます。また、FRBの前回会合の議事録 (11/25) も公開されます。議事録の内容は、厳しい冬を乗り切るために、FRBは金融政策を用いて経済を支援する意思があることを示すものとなっているはずですが、具体的には、FRBがイールドカーブをフラット (平坦) にするために、購入する債券のデュレーションを2倍にすることを12月に決定すると予想しています。

欧州では、日次の新規感染者数は横ばい傾向ではありますが、明確な減少傾向はまだ見られていません。したがって、封鎖措置を強化する必要はありませんが、近い将来に封鎖措置緩和も起こりそうにありません。全体として、経済環境は引き続き厳しく、企業景況感指数の低下が見込まれます。

エドガー・ヴァルク  
チーフ・エコノミスト  
メツラー・アセット・マネジメント GmbH

# market:update

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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害について一切責任を負いません。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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

W20-031