

markt:aktuell

2021年3月1日

米金融市場の過熱に冷水か

先週、米連邦準備制度理事会 (FRB) のパウエル議長による米上院銀行委員会の証言では、近時の米金融市場の過熱ぶりが指摘される中、足元の金融システムは安定しているとの見方と共に、最大限の雇用と物価安定に向けて一段と顕著な進展が見られるまで現行の金融緩和策を維持する方針が示されました。

一まず、冷水は無かったと言えますが、過去を振り返ると、2020年11月の会合でFRBは、金融システム全体の安定性へのリスクを「中程度」と評価していましたが、先日公開された議事録によると2021年1月の会合では既に当該リスクを「上昇」と評価しています。この背景には近時、株式や社債のバリュエーションが顕著に高いと見られることがあると考えられます。実際に1月末以降、米国のハイイールド債利回りは0.2ポイントほど低下して4.7%程度と歴史的な低水準を更新し、代表的な株価指数のS&P500は5%以上の上昇を見せました。

資金調達条件は良好

メルリンチ・ハイイールド指数の収益率 (%)



出所：リフィニティブ・データストリーム、
メツラー・アセット・マネジメント GmbH 2021年2月17日現在

上記のとおり、価格水準の上昇によるバリュエーション指標が悪化する中、FRBはこうした過熱感がもたらす金融市場の安定性に対するリスクがさらに高まっていると認識しています。

メツラーでは、足元の米失業率の状況から、FRBが金融政策の転換を開始するには依然として高過ぎることや、伝統的な金融政策の手法を用いて過剰投機に対抗することへの反論もあること等に鑑み、パウエル議長が過剰に投機的な投資行動を抑制すべく、利上げや債券購入の中止を発表する可能性は低いと見ていましたが、一方で株式購入の為の証拠金貸付が過去最高を更新していること等から、金融市場の過剰なリスクに対する警告を口頭で発したり、金融政策から独立した投機目的での貸出を制限すること等、銀行システムと金融市場に対する制度上の規制などマクロプルーデンス的な措置を発表する可能性も想定していました。

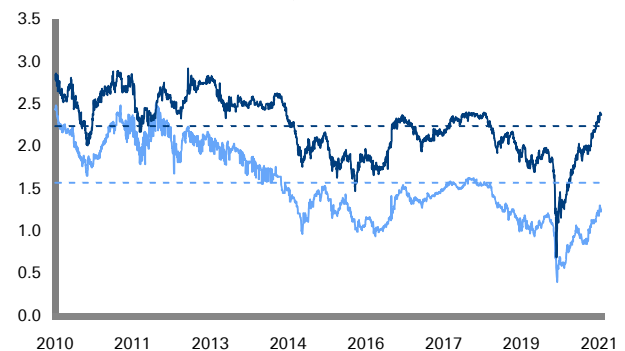
過去の経験から、バブルに続く暴落から実体経済を守る為に、金融市場における投機的な行き過ぎに対して早期に対策を講じることが妥当なことは自明とされますが、今回の議会証言では実態経済の状況に目立った進展が見られるまで現行の債券購入ペースを継続する旨が表明されました。今後も引き続きFRBの金融政策の行方を注視して行きたいと考えています。

期待インフレ率の役割

概してインフレ予測モデルは、需給ギャップ、期待インフレ率、コモディティ価格等の変数に基づいています。この内、期待インフレ率は自己充足的な性格を持ち、ファンダメンタルズとは無関係に独自の動きを見ることが多く観察される為、通常、中央銀行は分析を行う際、期待インフレ率を独立変数として取り扱います。

期待インフレ率はパンデミック前の水準に戻った 10年間のインフレーションスワップ

米国 (上段) / ユーロ圏 (下段)



出所：リフィニティブ・データストリーム、
メツラー・アセット・マネジメント GmbH 2021年2月17日現在

インフレ目標を設定することの利点としては、中央銀行が期待インフレ率を目標値に誘導できることがあげられます。一般的に企業などは中央銀行を信頼する傾向にあることから、不況時に物価を急激に下げたり、好況時に物価を急激に上げたりすることは無く、インフレ率は同目標値の近辺で推移します。実際に、中央銀行は、設定したインフレ目標を達成する為、期待インフレ率の自己充足的な性格を利用しているとも言えます。

しかし、これを踏まえても、近年のユーロ圏では、インフレの水準が低く、ECBが流動性の罫に陥っている状況から、ユーロ圏では期待インフレ率の低下が顕著に見られ、金融市場関係者は、ECBがインフレ目標を達成する可能性は当面の間は無いと見ています。期待インフレ率が今後再び上昇するには、まずユーロ圏経済が顕著に過熱するぐらいの状況となり、これに伴って消費者物

markt:aktuell

2021年3月1日

価も顕著に上昇するようになる必要があるのではないかと考えています。但し、インフレは世界的な現象とも言える為、米国に於ける期待インフレ率が高まることで、それに伴ってユーロ圏の期待インフレ率が引っ張られて上昇する可能性もあります。現在、主要経済圏に於いてマネーサプライの伸びが加速する動きが同時に観察され始めており、注目に値します。

一方、米国ではユーロ圏と状況が全く異なっています。経済データは好調で、マネーサプライは急速に増加しており、既に新たな財政刺激策が開始されつつある等の背景から、ここ数ヶ月で期待インフレ率が急上昇しています。通常FRBの信頼感が高く、概ねFRBのインフレ目標の水準で推移している期待インフレ率は現状のまま安定すると思われれます。しかしながら、FRBではインフレ率に関して「期間平均で2%」を目指す方針を採用している為、相当な不確実性が生じているとも考えられます。こうした背景から、FRBが利上げサイクルの開始を以前より大幅に遅らせ、インフレが顕著にオーバーシュートすることを許容するのではないかと、或いはFRBは平均インフレ率に基づくインフレ目標を設定した経験が無い(初の試みである)為、必要な利上げを長い間躊躇することによって想定以上にインフレが進行する可能性さえあるのではないかと、といった議論が市場参加者の間で生じています。

このようなFRBのインフレへの対応を巡る不確実性は、結果として実際のインフレ率が顕著に上昇していない状況でも債券利回りを急上昇させる一因になり得ると考えられ、つまり、金融市場関係者による自己充足的な期待インフレ率が米国の中央銀行の思惑とは逆方向に作用する可能性もあります。

以上より、期待インフレ率は金融市場関係者の注目を再び集めることになる可能性が高いと見られますが、とりわけ、カンファレンスボードの消費者信頼感やミシガン大学の消費者信頼感に関する動向は益々注視されるようになると考えられます。

英国が経済再開の先頭に立つ

イギリス高齢者へのワクチン接種を大体終え、ジョンソン首相の発表内容からも経済を再開できるようになっていると見られます。これにより、英国での事態の進展は、向こう数週間で、米国と欧州大陸での状況がどのように展開して行くのかを占う指標になり得ると思われれます。ビオンテック社とファイザー社のワクチンは、英国や南アフリカの変異ウイルスに対して十分な効果を示していると思われる為、可能な限り正常な生活に戻る可能性は依然として高いと見ています。又、ワクチンメーカーは既にワクチンの更なる開発に取り組んでいること等から、各企業は将来の見通しについて楽観的になっていると見られ、今後のIFO指数やEU景気指数の期待値にも反映されてくると考えられます。

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



Edgar Walli

markt:aktuell

2021年3月1日

- 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

W21-007