

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

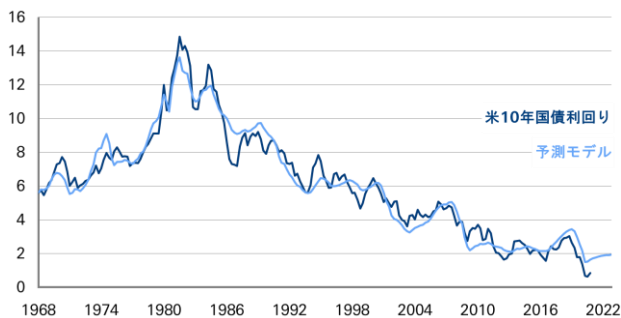
2021年3月22日

現行の政策：「維持のFRB」と「見直しの日銀」

ここ数週間に米国10年国債利回りが急上昇しており、国債市場の安定化のために、イーールドカーブ・コントロールの導入をFRB（米連邦準備理事会）に求める声が上がってきています。しかし、FRBは1.5%前後の利回り水準で介入すべきなのではないでしょうか？

歴史的に見ても、米国10年国債利回りは、金融政策、インフレ傾向、経済成長期待の三つの変数で概ねうまく説明できます。メッツラー・アセット・マネジメント GmbHの米国10年国債利回り予測モデルは、1968年以降のファンダメンタルズと利回りの間の非常に安定した関係に基づいており、使用されているファンダメンタルズの予測が比較的容易であるという大きなメリットがある一方、四半期ごとのデータを使用するため、実際の利回りと推定利回りが一時的に大きく異なる可能性があるデメリットも考えています。現在、同モデルでは、今年と来年の適切な米国国債の利回り水準を2.0%程度と推定しています。仮にこの水準まで利回りが上昇したとしても、実質利回りはマイナスのままであり、米国政府の財政を圧迫することはないでしょう。エコノミストを対象としたブルームバーグの調査によると、世界のインフレ率は現在、2021年に2.4%、2022年に2.2%に達すると予想されています。

米 10 年国債利回りの適正水準は 2.0%
四半期毎の平均値 (%)



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

そのため、FRBは現在のスタンスを堅持、すなわち、緩和的な金融政策の継続の必要性を強調すると思われる。米国10年国債利回りが2.0%を超えたときに初めてFRBは神経質になり、米国国債市場への介入を真剣に検討することになると考えられます。

予想外のドイツ国債利回り上昇

独10年国債利回りは、1月末の約▲0.52%から2月末には約▲0.22%へと急上昇しました。利回りが上昇するまでは「ECBが欧州の債券市場を完全にコントロールしているため当面は利回りは横ばいで推移するだろう」と考えていました。そのため、今回の利回りの上昇はまったくの驚きでした。これまでは、独国債利回りは、ECBの金融政策、インフレ傾向、経済成長期待に加えて、米国国債の利回り推移によってうまく説明されてきました。経済成長期待は、すでに昨年4月以降に大きく改善していますが、それでもドイツ国債利回りは上昇しませんでした。米国国債利回りも、2020年8月以降に右肩上がりに上昇していますが、独国債利回りは連れ高していません。メッツラー・アセット・マネジメント GmbHの独10年国債利回り予測モデルによれば、早ければ2020年8月には独国債利回りは0.0%まで上昇していたはずでした。

独 10 年国債利回りの適正水準は▲0.2%~0.0%
月次平均 (%)



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

ECBが3月11日の理事会で債券購入のペースを上げることを決定したのは、ECBが国債の利回り上昇に同様に驚き、債券市場の主導権を取り戻したいと考えていることを示すシグナルとも読めます。このことから、年内に▲0.2%~0.0%になるというモデルの予測は楽観的すぎないか、ECBは現在の水準で利回りを安定させるために全力を尽くさないのか、という疑問が生じます。

日銀は金融政策を変更するか？

現在、金融市場では、日本銀行の金融政策の変更について二つの可能性が議論されています。一つは「10年国債利回りの変動許容幅を現在の▲0.2%～0.2%から▲0.4%～0.4%に拡大する」というものです。しかし、黒田総裁は最近、このイールドカーブ・コントロールの変動幅拡大に否定的な考えを示しました。もう一つは、株式ETF購入プログラムを見直しして「株高局面では購入を控える一方で、株価急落局面では積極的に購入する」というものです。この修正案が決定されれば、初めての明示的な「中央銀行プット」となると考えます。

すでに始まっている世界の景気回復

デジタル化が進む世界で、経済指標もますますデジタル化が進んでいます。例えば、現在注目されているのは、携帯電話所有者の行動を測定する「Googleアクティビティ・インジケータ」です。コロナ禍において、これまでのところは、世界の携帯電話のモビリティ・データ（人の移動に関するデータ）と世界の経済成長との間には高い相関関係が見られています。この10日間で、すでに世界的なモビリティ・データの顕著な増加が見られており、このことは世界経済の大幅回復がすでに始まっていることを意味していると考えられます。今後数週間に、世界の従来の経済指標は爆発的な伸びを示すと見ています。

これは、英国と米国で新型コロナウイルスのワクチン接種がハイペースで進んでいることが大きく影響しており、英国と米国では1日当りの新規感染者数が顕著に減少しています。これにより、春の到来による感染者の減少効果も期待されることも相まって、経済活動の再開が可能となっていくと思われれます。大陸欧州でも、早晚、ワクチン接種のペースは加速し、新規感染者数は減少していくと考えられます。より多くの地域で経済活動が再開可能となるのは時間の問題だと見ています。

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

² <https://www.metzler.com/de/metzler/asset-management/artikel-am/news/Metzler/MAM/markt-aktuell/2021-KW-9>

- 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

W21-010