

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年5月10日

## 財政政策は世界経済に「シュガーラッシュ（糖分摂取による興奮状態）」をもたらすのみか

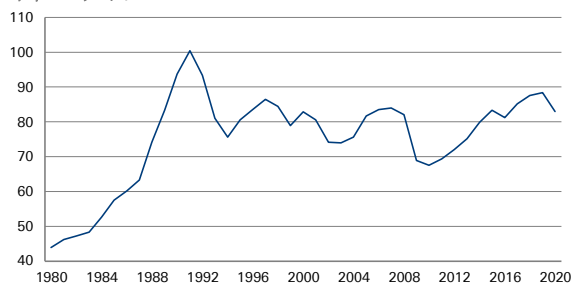
「先進国経済は、急回復を遂げた後に、欧米では過去10年間、日本では過去30年間に見られた恒常的な低インフレに再び戻る」というのは、説得力のある議論です。日本では、政府が何度も大規模な景気刺激策を行いました。インフレ率の正常化を可能にするような持続的な上昇を引き起こすことはできませんでした。それでは、2022年に財政刺激策が弱まり始める中で、米国は2022年に、欧州は2023年に、経済成長は大きく期待外れなものとなるのでしょうか。

### シュガーラッシュか正の成長スパイラルか

その質問に対する答えは「企業の設備投資動向次第」になるかと思えます。財政政策が毎年、成長にプラス寄与することは、財政赤字が右肩上がりであれば達成できません。そんな状態になれば、公的債務は瞬間にコントロール不能となるでしょう。しかし、財政赤字が横ばいであっても、財政政策の経済成長への寄与度はゼロになります。そうすると、民間の需要や輸出が回復しなければ、景気の回復は続きません。そのためには、何よりも企業の設備投資が回復することが必要です。なぜなら、設備投資は通常、雇用の増加と消費の増加をもたらす、その結果、企業の売上高見通しが良くなり、企業はより多くの投資を行うことになるからです。これが正の成長スパイラルを生み出すこととなります。

### 日本の名目企業設備投資額

単位：兆円



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

日本は、財政出動と金融緩和政策によって、1990年以降停滞している企業の設備投資を回復させることはできませんでした。そのため、インフレ率の正常化を可能にするような持続的なインフレ上昇は見られませんでした。もしも、米国や欧州の企業の設備投資にも構造的な弱さがあるとすれば、来年の米国や2023年の欧州での景気回復は再び勢いを大きく失い、成長期待は期待外れとなり、インフレ率は非常に低い水準に戻ってしまうことになると考えられます。

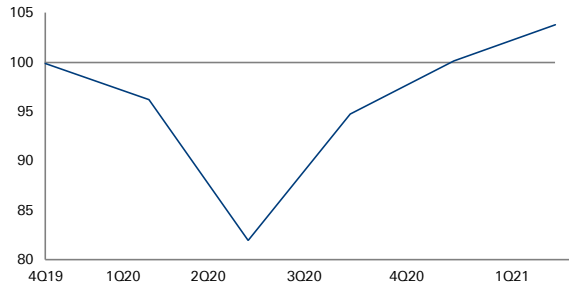
残念ながら、日本の企業の設備投資の構造的な弱さについては、まだ納得のいく説明は見つかっていません（有力な理由ではないかとされているのは人口動態です。すなわち、人口の減少が企業にとっては売上高見通しの低下を意味するからではないかというものです）。したがって、「企業の設備投資の構造的な弱さ」というシナリオは、過小評価すべきではなく、米国や欧州でも起こり得ることと考えておく方が良いでしょう。とはいえ、そのシナリオが起こり、デフインフレとなる確率は、現在のところ10%に過ぎないと考えています。一方、他の2つのシナリオ（穏やかなインフレないしは高インフレ）の確率の合計は90%だと考えています。

1. 緩やかなインフレ：60%（基本シナリオ）
2. 高インフレ：30%
3. デフインフレ/ジャパナイゼーション：10%

これは、現在すでに世界的な投資ブームが観測されていることによります。例えば、JPモルガンが算出した「代替先行指標」によると、1-3月期の世界の企業（中国を除く）による設備投資は、すでに2019年10-12月期の水準を5%近く上回っている可能性が高いようです。

# market:update

世界の企業設備投資額\*  
(2019年10-12月期を100とした推移)



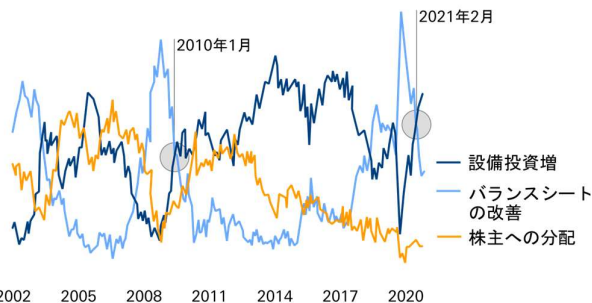
\* 中国を除く、2021年1-3月期のデータはJ.P.モルガンのCapexNowモデルによるもの。

出所：J.P.モルガン、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH

今後についても、日本のように設備投資が停滞するのではなく、増加し続けることを示唆するものはたくさんあります。バンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの調査によると、パンデミックにより技術革新が大幅に加速しているため、世界のファンドマネジャーは、企業に対してより多くの投資を要求しており、バランスシートの改善や株主への分配を減らすことを求めているとのことです。しかし、来年も企業の設備投資の増加傾向が続くかどうかは不透明な面もあるため、ディスインフレ・シナリオの確率を10%としています。

世界のファンドマネジャーは企業に設備投資増を求めている

「企業はキャッシュフローを何に使うべきか？」への回答



出所：バンク・オブ・アメリカ・グローバル・サーベイ・オブ・ファンドマネジャー

## 一世代に一度の景気上昇

米ハーバード大のジェフリー・フランケル教授は、現在、財政乗数は1.0程度であると計算しています。これは、財政支出の一部は貯蓄されるものの、財政支出が「財政支出拡大⇒所得増⇒消費増⇒所得増」のメカニズムで経済の中で繰り返し循環することによって、財政支

出が新たに1米ドル増えるごとに、1米ドル分の需要が実体経済にもたらされることを意味します。財政乗数が1であれば、1兆9,000億ドルの追加経済対策は完全に需要に転換され、戦後最強の景気回復に寄与する可能性が高いと考えられます。フランケル教授は、フラットなフィリップ曲線と輸入の急増を予想しているため、それでもインフレは起こらないと見ています。このように、米国は中国と並んで巨大な輸入吸収国となり、特にドイツの輸出はその恩恵を受けることになるでしょう。

## 待ち受ける大幅な価格上昇圧力

現在、コモディティ価格は急激に上昇しており、半導体、木材、鉄鋼などの原材料が大幅に不足しているほか、輸送能力不足も深刻化しています。そのため、かなりの価格上昇圧力が積みあがってきているようです。しかし、過去数年間の同様の状況下では、企業が利益率を大きく縮小させることで価格上昇圧力を吸収していたため、消費者物価にはほとんど影響がありませんでした。今回は、企業は価格方針を変更し、価格上昇圧力を消費者物価に転嫁する傾向が強まっているのでしょうか。消費者物価が驚くほど上昇した場合には、フィリップ曲線が急峻になっていることを示唆します。

## FRBが債券買い入れの終了を発表するのはいつか

1日当りの新規感染者数は低水準で安定しており、ワクチン接種が急ピッチで進んでいるため、米国では経済活動は徐々に再開されつつあります。すでに、レストランへの来店数が急増したり、これまで落ち込んでいたサービス業の活動が活発化したりしています。このように、経済活動は急速にパンデミック前のレベルに戻りつつあり、それに伴って雇用も大きく回復しています。経済見通しは非常に良いことから、FRB（米連邦準備理事会）が現在毎月1,200億米ドルに達している債券買い入れをいつ終了するのか、つまり「テーパリング（量的緩和の縮小）」をいつ開始するのかという疑問がますます生じてきています。

米国の雇用者数は、コロナ危機以前の水準を約850万人下回っています。当時の失業率はわずか3.5%でしたが、賃金上昇やインフレ圧力は見られませんでした。このような背景から、FRBはまだ時間をかけることができます。現在のところ、9月から12月の間に「テーパリング」の発表が行われる可能性が最も高いと考えています。その後、毎月100億米ドルないしは200億米ドルずつのペースで買い入れ額の削減を開始していくと考えています。

# market:update

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



Edgar Walli

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害について一切責任を負いません。
8. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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

W21-016