

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

Kapitalmarktausblick KW 19

2021年5月17日

ジャネット・イエレンからの警告 – 早ければ6月に米国で「テーパリング」の議論？

基本的には、以下の三つの要因がインフレの主な決定要因となっているようです。

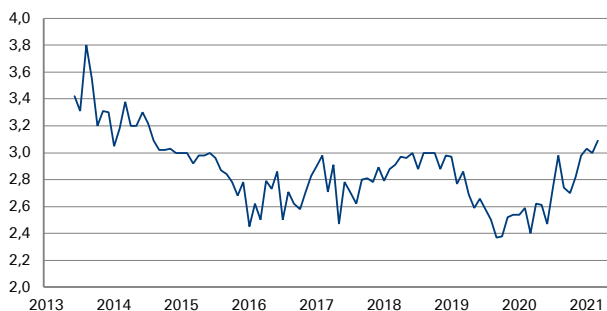
1. コモディティ価格
2. 需要と供給（GDPギャップ）
3. インフレ期待

インフレ期待がおそらく最も重要な決定要因

1970年代のスタグフレーションが示したように、インフレ期待が三つの要因の中でインフレに対し最も強い影響力を持っているようです。1970年代のスタグフレーション期には、高い失業率にもかかわらず、高いインフレ率となっていました。このような経験から、中央銀行は金融政策のスタンスを決定する際に、消費者と金融市場参加者の両方のインフレ期待の分析を重視しています。

米国での今後3年間の消費者のインフレ期待に関する調査では、既に2020年6月以降、顕著な上昇が見られます。3月には2014年以來の高水準にまで達しました。4月に上昇がさらに加速すれば、インフレ期待がアンカー（錨）を失い、自己実現的な期待という意味で実際のインフレ率上昇に寄与する可能性があります。

米国：家計のインフレ期待は上昇傾向 家計の今後3年間のインフレ期待の中央値（%）

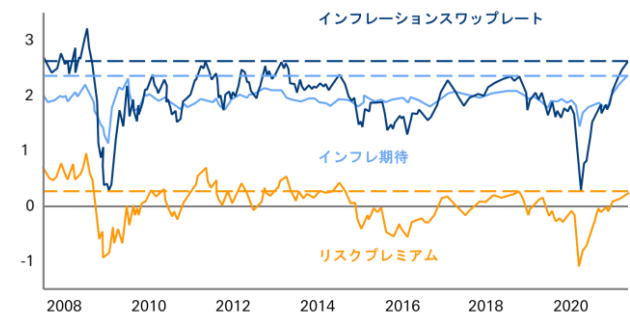


出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

金融市場を見ても、最近ではインフレ期待が高まっています。5年物のインフレ・スワップのレートは、リスク・プレミアムとインフレ期待で構成されています。しかし、リスク・プレミアムは直接測定することはできず、モデルを使って推定するしかありません。LJKのレオ・クリップナーの試算によると、米国のリスク・プレミア

ムは現在わずかなプラスで、インフレ期待は2007年以來の高水準に達しています。このように、消費者と金融市場関係者の両方のインフレ期待が上昇しているようです。

米国の金融市場参加者のインフレ期待 米ドルの5年間のインフレ・スワップ（%）



出所: <https://www.ljkmfa.com>、メツラー・アセット・マネジメント GmbH、2021年5月3日現在

インフレ期待の上昇はFRBにとって最初の警報

このような状況は、FRB（米連邦準備理事会）にとって最初の警報であると当社は考えています。一次産品価格の上昇と多くの商品の供給ボトルネックにより、インフレ率は4.0%まで上昇する恐れがあります。消費者も現在のインフレ傾向に基づいて期待値を決めているため、インフレ期待の上昇傾向が続く可能性もあります。

イエレン米財務長官の発言もこの方向に

5月4日のイエレン米財務長官の金利見通しに関する発言（「米経済が過熱しないように確実を期するため、金利はほんの少し上昇せざるを得ないかもしれない」）は、インフレ期待を安定させるための警鐘とも受け取れます。では、カナダの中央銀行とイングランド銀行が先手を打った今、FRBはすでに6月16日の次回会合で、悪名高い「テーパリング」を発表するよう圧力をかけられているのでしょうか。

market:update

FRBの方針転換を否定する一つの論拠は、これまでのところ、短期的なインフレ期待だけが上昇しているという事実

こうした見方は、米国ではパンデミック開始前に比べて雇用者数がまだ840万人も少ないという事実と矛盾します。FRBは、労働市場を早期に「回復」させるためには、変わらぬ拡張的な金融政策が必要であると繰り返し強調しています。また、これまでのところ、顕著に上昇しているのは、短期的なインフレ期待のみです。例えば、30年物のインフレ・スワップ・レートは現在約2.4%ですが、2004年以降の長期平均値である2.6%を大きく下回っています。そのため、市場参加者は現在、一時的な高インフレを予想しているだけで、中期的にはインフレ率は再び低下すると予想しています。

したがって、6月16日までのインフレ期待の動向が、FRBが「テーパリング」を発表するかどうかを決定づける要因となりそうです。しかし、現在のところ、FRBが心配するほど、インフレ期待は高くないと思われます。

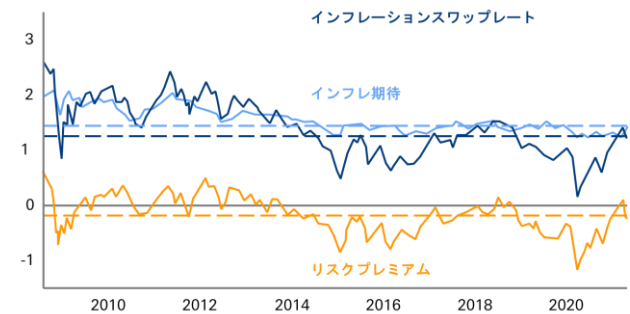
また、米国の株式市場のバリュエーションが「高すぎる」と判断した場合に、FRBがどのように対応するかも注目されます。投機を抑制するために「テーパリング」を行うのか、それとも他の手段を講じるのでしょうか。

ユーロ圏の低いインフレ期待

LJKのレオ・クリップナーの分析によると、ユーロ圏のインフレ期待は現在、1.4%前後と非常に低い水準にあります。しかし、ユーロ圏のインフレ・スワップにはマイナスのリスク・プレミアムがついています。これは、今後5年間のインフレ率が1.4%よりも大幅に低い場合のリスクが、インフレ率が高い場合のリスクよりもはるかに高いと考えられているためです。ユーロ圏の労働市場は、いまだに政府の支援に大きく依存しており、財政支出の影響力は米国に比べて明らかに低いです。そのため、ユーロ圏のインフレリスクはまだ低いというわけです。

しかし、イタリアから良いニュースが飛び込んできました。ドラギ首相は、EUの復興基金から最大限の補助金や融資を申請したいと考えています。それに加えて、イタリア政府自身の経済刺激策を打ち出したいと考えているようです。イタリアの財政支出の顕著な増加は、野心的な改革プログラムを伴っています。今後2~3年間、イタリア経済は高い成長率となり、輝きを増すはずだと思います。その後もイタリア経済が高成長を続けられるかどうかは、計画されている改革が実際に実行できるかどうかにかかっています。

ユーロ圏の金融市場参加者のインフレ期待
ユーロの5年間のインフレ・スワップ (%)



出所: <https://www.likmfa.com>、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2021年5月3日現在

第二次世界大戦後で最も強い上昇気流に乗る世界経済

英誌「エコノミスト」の分析によると、今年は1950年代以来初めて、世界経済が完全に同期した上昇局面となる年になるとのことです。今回も、アメリカが成長エンジンの役割を果たす見込みです。結局のところ、バイデン政権の1兆9,000億米ドルもの景気刺激策が、通常の景気回復ではなく、第二次世界大戦後で最大の景気回復をもたらす主因と考えられます。

従来、政府の追加支出は財政乗数がゼロであることが多く、例えば、政府が1,000億ドルの新型戦車を発注し、それによって国内総生産 (GDP) が1,000億ドル増加したとすると、財政乗数は0となります。しかし、財政支出が増加した結果、通常は金利も大幅に上昇し、家計は貯蓄を増やし、企業は投資を減らす傾向にありました。その結果、民間需要は1,000億米ドル減少しました。このように、全体的な成長の原動力は無く、需要が民間から政府に移っただけだったのです。

米国で予想される極めて強い経済指標

対照的に、今年の金利上昇は非常に緩やかなもので、主にインフレ期待の高まりによるものです。そのため、実質金利はほぼ変わらず、マイナス領域のままです。したがって、1兆9,000億米ドルの財政刺激策は1.0の財政乗数を持つ可能性が高く、1兆9,000億米ドルの財政刺激策は津波のように経済を襲い、今後1年間で実質GDPを約9%押し上げることになると考えられます。こうしたことから、米国では、小売売上高と鉱工業生産等、極めて強い経済指標が期待できます。

中国では、これまでのところ、消費は低迷

これまでのところ、中国の消費は予想外に低迷しており、それが現在の低インフレの原因の一つであることは確かなことと考えられます。しかし、労働市場が顕著に回復していること、消費者心理が改善していること、高い貯蓄率が低下していると思われることなどから、消費が大きく回復しているという初期の兆候が見られます。そのため、好調な経済指標が期待でき、それは小売売上高と鉱工業生産の最新数値にも反映されるはずだと見ています。



Edgus Walli

チーフ・エコノミスト

エドガー・ヴァルク

メツラー・アセット・マネジメントGmbH

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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ます。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ます。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

W21-017