

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

Kapitalmarktausblick KW 21

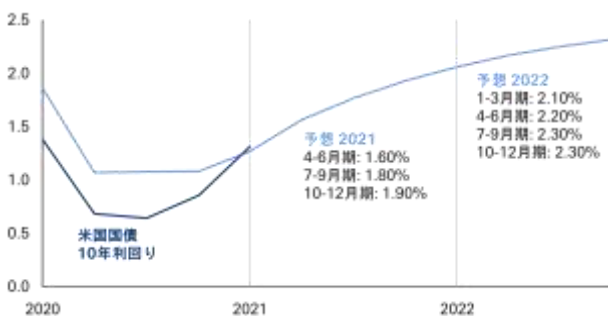
2021年5月31日

インフレ：米国債券市場はギリシャの悪夢を見るか？

メッツラー・アセット・マネジメントGmbHの計量経済学的予測モデルは、経済成長、インフレ、金融政策等のマクロ経済の基本シナリオを、10年国債利回りの推移の予測に落とし込むことにも用いることができます。

現時点では、世界のインフレ率は、今後数ヶ月の間に一時的に急上昇するだけで、ベース効果、コモディティ生産者側の供給増、賃金価格スパイラルが存在しないこと等から、来年にはインフレ率は再び低下すると想定しています。そのため、中央銀行は当面は様子見姿勢を維持することが可能で、来年以降にゆっくりと金融引き締めを開始する可能性があると考えています。このようなことから、同予測モデルの推計では、米国10年国債利回りの上昇傾向は非常に緩やかなものにとどまっています。

モデルは米国国債利回りの緩やかな上昇を予想
四半期平均%



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5月14日現在

デフレ・シナリオとなる可能性は低い...

メッツラーの予測モデルにおいては、現在の環境では、「国債利回りが著しく低下」とのシナリオを導き出すことはできません。米国や欧州の経済が徐々に再開されてきていることや、世界的に財政・金融刺激策が大規模であることから、今後数四半期の間、多大な「総需要」が見込まれています。その結果、米国、中国、欧州の主要な経済圏は、潜在成長率を上回る成長率となる可能性が高く、その結果、失業率は低下すると考えられます。インフレからデフレへの転換を引き起こす可能性があるのは、主要中央銀行のいずれかが金融政策上の大きなミスを行った場合や政府が早過ぎる緊縮財政を行った場合のみですが、このシナリオは時速200キロで壁にぶつかる自動車のようなものです。そうなってしまうと、金融市

場は危機的状況に陥り、資金調達環境は悪化し、倒産が相次ぎ、世界経済の成長は完全にストップすることになります。

...では、金利ショック・シナリオは？

過去2ヵ月間、米国のインフレは予想以上に大幅上昇しました。しかし、債券市場はほとんど反応せず、米国10年国債利回りは低い水準の狭いレンジで推移しました。というのも、現在のところ、遅くとも来年にはインフレ率が再び顕著に低下するというシナリオが主流だからです。金融市場参加者にとっては、今でも「インフレがコントロール不能になる」とは考えられていないと思われます。

インフレ・ショック＝ギリシャ・ショック
単位 %



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4月30日現在

こうした状況はまったく新しいものというわけではなく、2009年、2010年にギリシャで起きた出来事と類似しています。当時は、ギリシャが破綻するとは長い間、誰も想像していませんでした。ギリシャ政府の財政状態についてのネガティブなニュースが続いていたにもかかわらず、ギリシャの10年国債利回りは長い間安定していました。2010年4月、金融市場参加者の評価が急変し、ギリシャ10年国債利回りは数日のうちに約6%上昇し、12%を超える水準になりました。

そのため、米国のインフレ率が今後数ヶ月の間に予想以上の伸びを続け、危険なインフレ・ダイナミズムが出現した場合、金融市場参加者によるインフレ・リスクの根本的な再評価が行われ、大きな金利ショックが発生する可能性があります。その場合、米国10年国債利回りが1~2%上昇することも十分に考えられます。

markt:aktuell

ギリシャとの比較もあながち的外れではないかもしれませんが。ギリシャはその後、デフォルトにより債務問題を解消しましたが、米国はインフレ率上昇の助けを借りて債務を削減することになるでしょう。

しかし、結局のところ、これはマイナーなシナリオに過ぎず、発生確率は20%程度であると考えています。また、このシナリオは、インフレ圧力が最も強くなるであろう今後3ヶ月以内にしか発生する可能性があります。金利ショックは、金融市場ではデフレの引き金となりますが、おそらく実体経済のインフレ・ダイナミズムを顕著に減速させることはないでしょう。もしそうなれば「金融市場のインフレ率は高く、実体経済のインフレ率は低い」という過去10年間の図式が逆転してしまうこととなります。

欧州からようやく良いニュースが届く

欧州からの良いニュースは、長い間、虫眼鏡を使ってしか見つけることができませんでした。しかし、最近は状況が少し明るくなってきました。EU（欧州連合）のワクチン接種のペースは、米国や英国のそれを追い越すほどで、全体として大きな進捗を遂げました。これにより、新型コロナウイルスのパンデミックは収束に向かっているようです。また、欧州企業は長い間、技術革新に遅れをとっていました。その間に、多くの欧州企業は、モビリティの電動化や代替エネルギーによる電力生産等、ビジネスモデルの変革を大きく進めてきたようです。9月に支払いが開始され2024年まで投資プロジェクトに資金を提供し続けるEU復興基金の支援を受けて、欧州企業のビジネスモデルの変革は持続的に進んでいくことができると考えられます。

前進するギリシャ

国レベルでは、特にギリシャが大きく前進しているようです。ギリシャ政府は、EU復興基金を最大限に活用するための詳細な計画を発表しました。ブリュッセル（EU本部）からの最初の反応は非常に好意的なものでした。ギリシャは、GDP対比のEU復興基金からの補助金配分の比率が最も高いEU加盟国の一つです。ギリシャ政府は、その効果を高めるために、共同ファイナンスやPPP（官民連携）モデルを通じてEU資金を有効活用したいと考えています。今後6年間、ギリシャは重要な投資資金の新たな供給源を得ることができ、それによって経済の新分野への多様化と長期的な成長の可能性を高めることができると考えられます。

改革に対する政府のコミットメントは、選挙で得られた民意の裏付けに沿って、引き続き強い強固なものになると

予想されます。パンデミックにもかかわらず、改革の実施は順調で多くの進展がありました。ビジネス・投資環境の改善、税負担の軽減、FDI（外国直接投資）と外国の人的資本の誘致、官僚的プロセスの効率化とお役所仕事の削減、行政のデジタル化の大幅な推進などです。次のステップは、労働力人口を増やすための野心的な労働市場改革です。旗艦プロジェクトであるヘレニコン・プロジェクト（空港エリアの拡張）をはじめ、何年も停滞していた大型投資プロジェクトがようやく動き出しています。

ギリシャの銀行は、10年ほど前に比べて、現在ははるかに良い状態にあります。来年には、ギリシャのすべての主要銀行の不良債権比率は一桁になるでしょう。ほんの数年前には45%もあった不良債権比率が大幅に改善されます。パンデミックの間、預金残高は大きく伸びました。パンデミックによって新たに発生した不良債権は、予想範囲の下限、あるいはそれ以下になる可能性があります。ギリシャの銀行は現在、ECBからの資金調達にも市場からの資金調達にも完全にアクセス可能です。ギリシャの銀行は、ギリシャ経済の回復に重要な役割を果たすための準備が整っていると考えています。

最後に、ギリシャは政治的に安定しています。世論調査で現行政権の人気は非常に高く、パンデミックへの対応を含め、国民が政策や改革を支持していることを示しています。次回の総選挙は2023年6月に予定されています。

政治的に安定していることが、過去との大きな違いです。「改革の意志」とは国民の間から出てくるものであり、外部（EU、ECB、IMFからなるトロイカ体制）から押し付けられるものではありません。国民の支持を得てこそ、改革は長期的に成功することができるのです。ギリシャの政治・経済の著しい変化は、債券市場にも反映されています。ブルームバーグによると、ギリシャは2022年の成長率は5.1%となり、34ヶ国中2番目に高い成長率となる可能性があるとのことです。「ギリシャの来年の成長率は6.0%程度になる」と予想しているアナリストもいるほどです。

優等生となったギリシャ 10年国債利回り (%)



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4月30日現在

現在、ギリシャの10年国債利回りは1.0%程度に過ぎず、イタリア国債利回りよりも低い水準です。また、ギリシャ国債の価格変動が減少していることも確認できます。ギリシャ国債のボラティリティーは2015年の69%から今年5月には3.8%とここ10年の最低水準に低下しており、これは米国国債のボラティリティーとほぼ同様の水準です。ギリシャの見通し改善は、格付け会社も見逃していません。S&Pは先月、ギリシャの長期信用格付けをBB-からBBに引き上げました。近いうちにさらなる格上げが行われる可能性もあります。

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



Edgar Walli

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。

W21-019