

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

Capital market outlook calendar week 24

2021年6月21日

ECBはFRBより先か

欧州中央銀行（ECB）が、米連邦準備制度理事会（FRB）より先に金融政策の転換を開始すれば、それは画期的な出来事だと思われます。

ECBは10月にもテーパリング開始の可能性

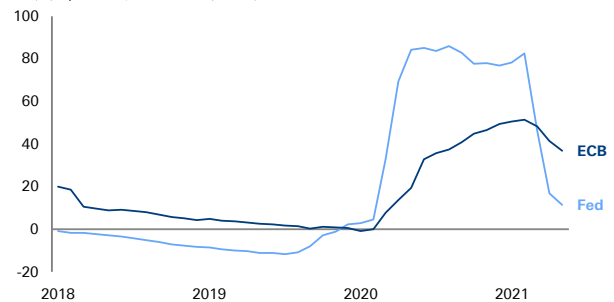
PEPP（パンデミック緊急購入プログラム）は一時的な緊急プログラムであることから、恐らく予定通り2022年3月に終了すると思われま。背景として、その頃のユーロ圏は、好調な輸出、サービス業の再開、復興基金「次世代EU」による資金援助などにより、ダイナミックな景気回復が期待されるとの見方があります。

概して、ECBは早ければ10月にもPEPPの買い入れペースを抑制する、即ちテーパリングを行うと予想しています。一方、今月上旬に開かれたECBの記者会見で、この件に何も言及がなかったことは、中央銀行として取り得る全ての選択肢を残しておきたいとの思惑や、足元は特段の行動を起こす必要に迫られていない等の状況を考慮すると、とくに意外性はないと考えています。加えて、英国で急速に拡大している新型コロナウイルス変異種（デルタ株）が、欧州の景気回復にとって不確実性要因となっていること等への配慮もあると考えられます。従って、ECBは9月の会合まで、テーパリングを表立って示唆することを控えるのではないかと考えています。尚、PEPPが2022年3月に終了すると予想されているのとは対照的に、ECBは当面の間、資産購入プログラム（APP）を堅持し、毎月200億ユーロ程度の債券購入を継続すると想定しています。

FRBは金融政策の引き締めに時間をかける可能性が高いと見られる

FRBには、現在のインフレ傾向について、パンデミック後に経済が開放された後の一過性の物価上昇を反映しているに過ぎないとの考え方が見えることから、足元で顕在化が指摘されるインフレを脅威とは考えていないと思われま。その為、FRBの焦点は、殆ど労働市場の動向に置かれていると思われま。実際に5月の雇用者数はパンデミック前に比べてなお760万人も少ない状況にあると見られることから、FRBは金融政策の引き締めに時間をかける可能性が高いと見ています。現時点では、FRBがテーパリングを開始する時期として2022年1月頃、つまりECBより後のタイミングになることを示唆する向きが多いようです。

パンデミック時、FRBはECBよりも大幅に拡張的中央銀行のバランスシート規模の増減 （単位：% 前年比）



出所：リフィニティブ、データストリーム、メツラー 2021年5月31日現在

各々の中央銀行のバランスシートの増減に注目すると、大きく2つの時期に分けられると思われま。2018年末まで、FRBのバランスシートは僅かに縮小し、ECBのバランスシートは緩やかに拡大しました。興味深いことに、この時期は米ドルに強さが見られました。しかし、パンデミックの初期段階では、米国のFRBのバランスシートが急膨張したのに対し、ECBのバランスシートの拡大は比較的小さなものに留まり、こうした局面は2021年3月末頃まで続き、この時期はユーロ高が進行しました。今年4月以降、FRBはECBよりもバランスシート拡大のペースを落としており、その為、ユーロもそれ以上の上昇には至っていない状況と思われま。しかし、ECBは例年、市場の活動が顕著に低下する夏場に債券購入額を減らしており、10月にはテーパリングを開始する可能性があると思われま。従って、全体としては、ECBのバランスシート拡大のペースが、早ければ8月中にも再びFRBのペースに遅行する可能性が高いと言え、結果として、ユーロは再び上昇に向かう可能性が高まると考えています。

米国債券市場で見られる異変

目下、米国ではインフレが進むと同時に、債券利回りが低下しています。6月初旬以降、米国10年物国債の利回りは約15ベースポイント低下しましたが、これは、長期的なインフレ期待が約15ベースポイント低下したことに起因すると思われま。金融市場の関係者が、「今、インフレが高ければ、将来は低くなる」というモットーに基づき、現在の高インフレは一時的なものだと考えている旨が示されていると見ています。

この見解は、現在再開されているセクターが一度だけ価格を調整すると仮定すれば正しいと考えられ、債券利回りのインフレ・リスクプレミアムは低下し、足元の債券市場はインフレ見直しに対して非常に楽観的になって

market:update

いると思われます。しかし、インフレ圧力は未だ至るところで明らかに見られており、今後インフレが加速する可能性とそのリスクが残っていると考えられます。つまり、現在の市場に反映されている前述の楽観的なインフレ見通しが裏切られた場合、債券市場は大混乱に陥る可能性があると考えています。

5月の消費者物価指数が予想を上回る伸びを示したことで、インフレ傾向がより明確に示唆された他、今後、海外からの輸入価格などに持続的な上昇圧力がもたらされたりする場合、米国でインフレ率の上昇が定着する可能性があると考えています。

中国の経済的不確実性

現在、中国では対 GDP 新規与信の伸び率（クレジットインパルス）がマイナスになっており、信用の伸びが鈍化していると見られます。その背景には、中国政府が債務削減の政策を実施していることがあると考えられますが、信用収縮（デレバレッジ）は経済成長を低下させると思われ、実際にこの影響が表れる手掛かりとして、今後発表される小売売上高や鉱工業生産高に注目して行きたいと考えています。

米国の持続的な上昇の基礎が築かれたようだ

米国でも、家計への小切手の送付はなくなり、失業手当も再び削減されたことから、最強の景気刺激策はすでに終わったのではないかという疑問が生じていると思われ

ます。従来の経験から、景気拡大の持続性を決定付けるのは企業投資であり、その投資が財政政策からバトンを引き継ぐ必要があると考えられます。現在のところ、ほぼ全ての有力な指標が、企業の投資意欲の高さを示していると考えられ、米国経済の持続的な成長に対する期待が反映されていると考えています。勿論、経済データは月ごとに変動し、1つや2つの失望を招くこともあり得ると思いますが、今後発表される小売売上高や鉱工業生産指数、フィラデルフィア連銀指数などは特に重要な指標として注視して行きたいと考えています。

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

W21-022

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製、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