

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

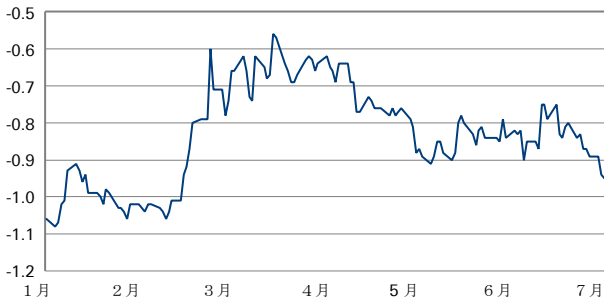
欧州経済の見通し

2021年7月19日

米国の実質金利の低下は不可解

概念上、理想的な経済では、実質金利が家計の貯蓄と企業の投資意欲と調和して動くものとされ、そこでは景気の上昇局面で、家計の貯蓄が減少し、企業の投資が増加する為、実質金利は上昇すると考えられます。しかし、3月中旬以降、米国インフレ連動10年国債の実質利回りが-1.0%程度まで低下している状況は注目に値すると思われれます。

米国：異例の低水準となった実質金利 米国10年国債の実質金利（単位：%）



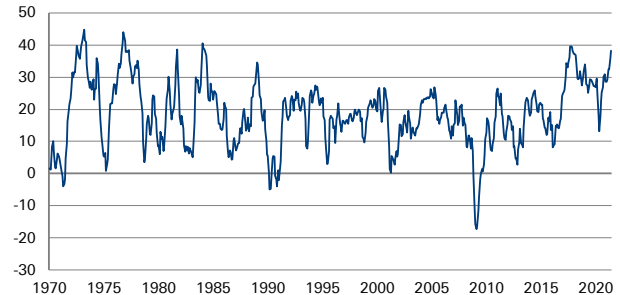
出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年7月7日現在

ブルームバーグ・コンセンサス予測による米国の経済成長率が2021年に6.6%、2022年には4.1%という力強い数値が示される状況下、このような実質金利の低下が見られるのは不可解だと思われれます。経験則によると、米国債の実質利回りは中期的な実質経済成長率と一致するのが通例であると思われ、実質利回りが、経済成長に平仄を合わせる方向に動くのは自然なことであつたと考えられます。米政府が、今年、対GDP比14.5%に達すると予想される財政赤字を補う為、多額の借金をしている状況にあつてはなおさらと言えます。実質利回りの低下の傾向は、ここ数ヶ月に亘って見られてきた為、このような低下が市場参加者による一方的なポジショニングが原因であると考えられることも妥当でないと思われれます。

このように実質利回りの低下は、3月以降、民間の貯蓄が増加したか、民間の信用需要が減少したかのどちらかであることを示しています。これは、日本で過去に起きた状況を彷彿とさせますが、日本では、企業が投資支出を増やすことが30年間殆ど無かったからと思われれます。概して、構造的に弱い民間需要は、停滞や低インフレを引き起こしますが、足元のフィラデルフィア連銀による調査などには、企業の投資意欲は高いとの結果も見られており、これが7月以降は、顕著に低下しているのか、今後の発表が注目されます。

米国：企業は旺盛な投資を計画

フィラデルフィア連銀調査による企業の投資意欲



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー

2021年6月現在

今後の見通しにつき、二つのシナリオが考えられます。

1. 米国の民間需要が本当に構造的に弱いのであれば、前述の経済成長率の予測はあまりに高過ぎると思われれます。米国の消費者はコロナ経済対策の小切手を使い切っていると見られ、また今後は構造的に高い貯蓄傾向を示す可能性がある為、留意が必要で、小売売上高等の指標が消費者の動向について重要な洞察を与えてくれると見ています。
2. ここ数週間、米国債の発行量が少なかったことなど、一時的な要因で利回りが低下している可能性もあると思われ、その場合、秋頃には大幅な利回り上昇が控えていることになると考えられます。

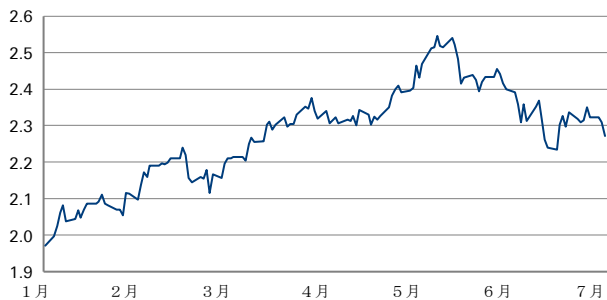
米国で民間需要が引き続き堅調であるかどうかは、今後数ヶ月間を経て明らかになって行くと思われれますが、現在のところ、米国で嘗ての日本で見られた民間の信用需要や企業の投資意欲の低下による長期停滞シナリオは考え難いと思われれます。

米国のインフレリスクはほぼ完全に織り込み済み

5月以降、米国ではブレイクイーブン・インフレ率にも低下が見られます。この名目国債とインフレ連動国債の利回り差で表されるブレイクイーブン・インフレ率には、インフレ期待とインフレ・リスク・プレミアムが同時に含まれていると考えられれますが、足元のブレイクイーブン・インフレ率の低下は、インフレ・リスク・プレミアムが低下したことによるものと推測しています。

market:update

米国：5月以降、インフレ期待が低下 10年間のブレイクイーブン・インフレ率 (単位：%ポイント)



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー 2021年7月7日現在

その一方で、大きなインフレリスクも残っていると見られます。米国の中小企業は、近時、雇用の確保にかなり苦勞しており、益々高い賃金を払おうとのインセンティブが働いていると見られます。こうした傾向が7月も続いているか否かが重要と考える為、今後発表されるNFIB中小企業楽観指数などを注視して行きたいと思えます。

実際に、賃金上昇の見通しは、とりわけ今後発表される実際のインフレ率が再びサプライズとなる可能性が示される中で家計のインフレ期待を高める要因になり得ると考えています。この状況下、UBSのビッグデータ分析によると、米国のコア・インフレ率は前月比0.6%~0.7%の上昇が見込まれていますが、これに対し、ブルームバーグによると、エコノミスト予想の大半が、同0.4%の上昇に留まるなど、予想にばらつきも見られません。

総じて、ブレイクイーブン・インフレ率に高いインフレ・リスク・プレミアムが織り込まれていないのは、実に不可解だと思われま。恐らく、向こう数年程度のインフレ率が顕著に低下するという確信があまりに強い為、インフレリスクが見えなくなっている可能性があると思われま。

米国のスタグフレーションはあり得るが可能性は低い

スタグフレーションのシナリオでは、家計の貯蓄性向が高く、企業の投資需要が抑えられている為、今後数四

半期の成長は期待出来ないと思われま。しかし、企業が労働者の確保に苦慮し、より高い賃金を支払わなければならないほど、経済成長率はまだ十分な水準にあると見られる為、スタグフレーションのシナリオが考えられま。実質金利はすでにこのことを示唆しており、ブレイクイーブン・インフレ率は依然として通常のインフレ環境への期待を反映していると考えられま。

スタグフレーションのシナリオは考えられまが、可能性は極めて低いと見ていま。企業が旺盛な意欲をもって投資している限り、ダイナミックな景気上昇があると思われ、実際にまだ投資の弱さの兆候は見られません。

中国：経済的困難性

中国政府は、負債を抑制する為にブレーキをかけすぎたのではないかと考えられま。2009年の大不況の後、中国政府は、経済を成長軌道に戻す為、総力を挙げてあらゆる経済政策に取り組んできましたが、その結果、多額の負債を抱え、2011年にはインフレ率が6.6%に上昇し、消費者物価の高騰に関連して社会不安が生じました。今回、中国の経済政策は明らかにこの失敗を何としても避けたかったと思われま。

中国では、インフレ率が5月の1.2%から6月には1.1%に低下したことで、政府に経済を再び支える為の政策出動の余地が生まれたと思われま。近時、中国政府は中央銀行に対し、預金準備率の引き下げなどによる金融緩和を要請しました。実際に、足元のGDPデータ、小売売上高、鉱工業生産指数などの重要な経済指標が低調だったことにより、政府は対策の必要性を感じた可能性があると思われま。

加えて、今週末には信用データが発表されますが、興味深いことに、世界中の金融市場がこれに反応している状況が見られま。ここで明らかになるクレジットインパルスは、中国経済の信頼できる先行指標となっており世界中から注目を集めると考えられま。

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

W21-026