

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年7月26日

## FRBの「平均インフレ目標」のジレンマはどう定義すべきか？

FRB（米連邦準備理事会）は、インフレ率を平均で2.0%にすることを目標としています。すなわち、インフレ率が数年に渡って目標を下回った場合には、その後の数年間はインフレ率が目標を上回るようにして、目標とする平均値に到達させようとするものです。これはとても簡単なことのように聞こえます。

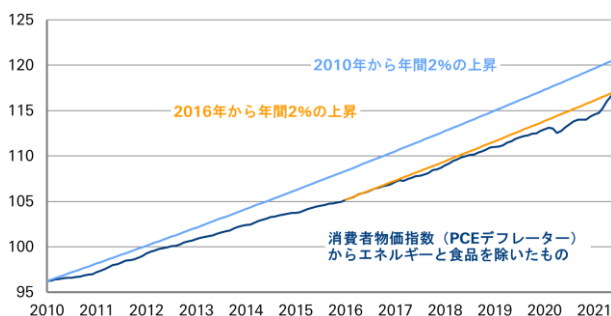
しかし、FRBは「インフレの平均値」を計算するために、どのくらい過去にさかのぼって測定範囲とするかを定義することに大きな問題を抱えています。例えば、2010年以降の消費者物価指数（食品・エネルギー価格を除く）を平均値の計算に用いた場合には、現在の消費者物価指数は目標値を3%も下回っていることになり、そのため、インフレ率は2.0%を超えて持続的にオーバーシュートする余地があると考えられます。しかし、過去5年間だけを平均値の計算に用いた場合には、インフレ率はすでに目標値に達しています。そのため、今後数ヶ月の間にインフレ率がオーバーシュートするようなことがあれば、FRBは将来的にインフレ率を2.0%以下にすることを目標にして、目標超過分を相殺しなければならない、ということになります。

すなわち、失業率が低下するとインフレ率は上昇し、失業率が上昇するとインフレ率は低下するという関係です。歴史的に見て、失業率の低下が見られるのは景気回復局面であり、その低下は非常に緩やかで、年間平均で約0.75%の低下となっています。そのため、インフレ圧力は通常、景気回復局面で非常にゆっくりと蓄積される傾向にあります。一方、景気後退局面では、失業率は通常、非常に急速に上昇し、年間平均で約1.8%上昇します。このことは、デフインフレ圧力は非常に早く蓄積されることを意味します。

つまりは、FRBがインフレ目標を下回るインフレ率を目指す必要があると判断した場合、それは景気後退の助けがあつて初めて可能になるということです。おそらくこれが、イールドカーブがフラット化（平坦化）し、利回りが非常に低くなっている理由だと考えられます。金融市場参加者は、今後数年間の景気後退を織り込んでいるのだと思われます。このことは、株式市場と債券市場の動きが異なることの説明にもなります。「株式市場は通常6ヶ月先の未来を見ているのに対し、債券市場は通常数年先の未来を見ている」と一般的に言われています。

もしFRBが従来のインフレ目標を堅持していたら、インフレ率のオーバーシュートは許されなかったでしょうし、将来的にFRBがインフレ目標を下回るインフレ率を目指す必要がある（したがって景気後退が必要となる）という事態は起こらなかったでしょう。

米国：平均インフレ目標の定義が不明確  
消費者物価指数



出所：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6月30日現在

上図では、歴史を振り返ると、インフレ率が低下するのは、景気後退時にのみしかありえないことが示されています。フィリップス曲線は、失業率（労働市場、ひいては経済全体の生産能力の活用度を示す指標）とインフレ率の間に相関関係があると仮定しています。

### 2005年並みに高い米国の住宅価格

米国では最近、住宅の平均価格／平均所得の比率が、住宅価格バブルのピークである2005年以来の高水準に達しました。

# markt:aktuell

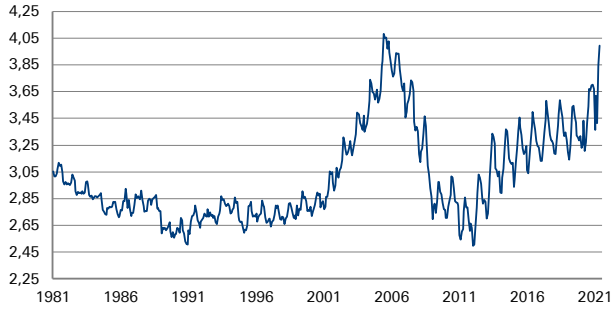
## ~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年7月26日

### 活況を呈する米住宅不動産市場

中古住宅価格（中央値）／所得（中央値）の比率



出所: 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6月現在

しかし、当時の住宅価格バブルは、過剰な融資が原因であり、それが過剰な建設活動をもたらしていました。民間部門の負債は、当時は長期トレンドを約8ポイント上回っていましたが、2020年1-3月期の新型コロナウイルスのパンデミック（世界的大流行）前には約2.2ポイント下回っていました。しかし、今回は建設活動が低調で、大量の住宅不足が生じています。例えば、現在のように中古住宅の売り物件がこれほど少なかったことは過去にありません。また、新規住宅着工件数および新規住宅許可件数は、これまでのところ急激な増加は見られません。

このように、現在の過去最高クラスの米住宅価格は、大規模な供給不足と大幅なマイナスの実質金利を背景とした、古典的なタイプの価格上昇の結果であると思われる。

米国の経済政策はこのことを懸念していないことは明らかです。米国では、住宅価格上昇を抑えるような、需要を抑制するための規制等はまだ行われていません。

### FRBの失敗から学んだ ECB

ECBは、FRBに追随せず、フォワード・ルッキングな（先行きを見据えた）インフレ目標を堅持しています。これまでのインフレ目標は「2%を下回るがこれに近い水準」と定義されていましたが、これは少し曖昧な響きがありました。現在、インフレ目標は明確に2.0%となっています。また、ECBは、インフレが一時的な逸脱であると想定される場合には、インフレ率が目標よりも高くても低くても容認したいと考えています。したがって、過去のインフレ率の目標からの乖離は、ECBの政策には影響を及ぼしません。

しかし、ECBは別の問題を抱えています。超拡張的な金融政策を行っているにもかかわらず、2023年のインフレ率は1.4%にとどまると予測しているのです。したがって、金融政策は実際には抑制的過ぎるため、もっと緩和すべきということになります。また、ECBはパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を2022年3月に終了させる可能性が高いと考えています。パンデミックは収束する可能性が高く、同プログラムの必要性がもはやなくなってしまっていると考えられるからです。

しかし、インフレ率の上昇は、活発な経済活動からもたらされる可能性があります。PMI（購買担当者景気指数）は、欧州経済が好調なことを示しています。

### 基本シナリオは「2021年にインフレ率は低下」

基本シナリオ（発生確率60%）では、「2021年にインフレ率は低下する」と予想しています。その理由は、現在不足している多くの商品で供給が増加し、それによって価格が再び低下することが予想されるからです。その良い例が、ここ数週間で再び大きく低下した木材価格です。

### 供給増で木材価格は再び大幅低下

米国産建設用木材価格（CMEの先物価格）（単位：米ドル）



出所: 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7月15日現在

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年7月26日

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

W21-027