

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年8月2日

インフレリスクの誤認識

カリフォルニア大学のウルリケ・マルメンディエ教授は、個人のインフレ期待に大きな影響を与えるのは自身のインフレ体験であることを研究で示しましたが、このことが、米連邦公開市場委員会（FOMC）のメンバーにも当て嵌まるようであることは、興味深いと考えています。現在、金融市場関係者や消費者は、インフレ率が低下しているか、低水準にあることしか知らないと思われ、インフレ率の上昇は殆どの人にとって想像もつかないものになっていると考えられます。

従来のインフレに対する構造的な低下圧力

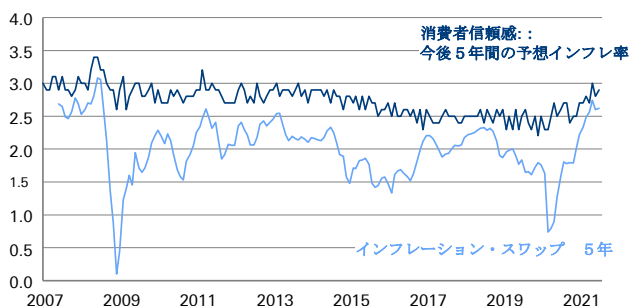
過去40年間、米国で個別の製品や商品の価格が、短期間で上昇する局面は度々観察されてきましたが、その都度、供給側の反応が起こり、その後価格は下落に転じていったと思われまます。実際、この40年間では、失業率が自然失業率（インフレ非加速的失業率）を上回っていた期間が約66%、下回っていた期間は僅か34%であったことが確認されており、これをもって米連邦準備制度理事会（FRB）が、同期間に「高い」失業率を前提とした金融政策を進めていたことの証左と見ることが可能だと考えています。こうした状況が、構造的にインフレ率の低下圧力に繋がっていたとも考えられ、こうした状況が、今後、変わる可能性があるか考察したいと思いません。

低すぎるインフレの衝撃

過去10年間、米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）はともに、インフレ目標を達成できませんでした。その為、金融市場関係者の間では、「日本の状況」が米国や欧州に波及し、長期に亘るゼロ金利、構造的な低インフレ、経済の停滞を招くのではないかという懸念が高まったと思われまます。

米国：‘正常’なインフレ期待への回帰

単位：（%）



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20日時点

現在インフレ期待は、2008年の金融市場危機以前の水準に戻っており、消費者や金融市場関係者は、米国の金融政策の効果を再び信じているように見受けられることから、少なくとも、米連邦準備制度理事会（FRB）は、いま「日本の状況」を心配する状況にはないと考えています。

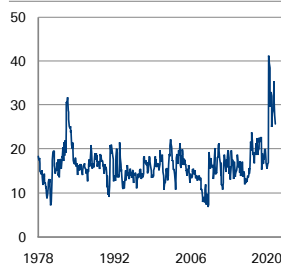
2015年から2020年にかけて、予想インフレ率に持続的な低下が見られ、物価が「日本の条件」を織り込み始めていたかのような兆候が示されていました。しかし、その後はインフレ見通しが上方へ転換し、正常化したと言える状況が出現しました。この背景には、金融政策ではなく、コロナ危機以降の多額の財政赤字を伴う政府の財政政策から、刺激を受けた大きな成長の推進力が生まれた為だと考えられます。

「過ぎたるは及ばざるが如し」か

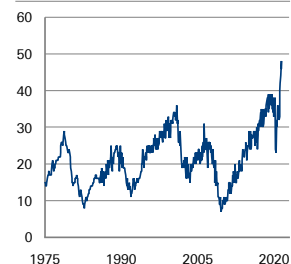
前述のようにインフレ期待の数値の正常化は、一つの成果だと思われまます。しかし、冒頭で述べた経験と期待の関係性、即ち、将来の期待は過去の経験に縛られるという性質に鑑みると、今回、インフレ期待は、先行指標にはなり得ず、むしろ、インフレ傾向を推し量る遅行指標になるものと見られます。経済主体は、将来の高インフレを期待する為に、先ず高インフレの経験を必要とすると考えられる為です。

上記に基づく、インフレは、実体経済の動向から生じる可能性が高いと思われ、現在、賃金・物価スパイラルの危険性が高まっていると考えられます。NFIB 中小企業景況感指数によると、人手不足に対する欠員補充が非常に困難な企業が過去最多となっている状況が、また、最近の消費者信頼感調査によると、家計は今年までの労働市場をこれまでで最も良好な水準で評価していること等が示されており、引続き動向を注視して行きたいと思いません。

米国で賃金・物価スパイラルが起きているか

消費者信頼感：
6ヵ月後の雇用者数への期待値

出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー

NFIB 中小企業景況感指数：
人材確保が困難か否か質問

2021年6月15日時点

market:update

賃金・物価スパイラルのリスクが高まっているにもかかわらず、米連邦準備制度理事会（FRB）は、過去40年間のように構造的に「高すぎる」失業率という過ちを繰り返したくない思惑があると見られます。当面の間、FRBは、非常に慎重な言動を取り続けると想定しており、引続き労働市場の状況、インフレ指標、金融市場や国際情勢の動向など広範な情報を元に金融政策を判断して行くと思われま。

なお、不動産市況については、足元すでに2005年の不動産バブルのピーク時に見られた価格水準に達していると思われ、FRBの現行の金融政策が、住宅ローン担保証券の潤沢な買い取り等を通じて、とりわけ住宅用不動産市場に有利な資金調達条件を提供していると思われる現状を考慮すると、こうした状況をさらに助長しないよう早期に対策が必要だと考えています。

高額な貿易赤字にかかわらず、米ドルが好調

米国の貿易赤字は、6月に過去最高水準に達したと見られ、このことから、実質的な経済取引を通じて海外への米ドル流出が足元でかなり起きていていると考えられます。海外での米ドル余剰は、実際には通貨安をもたらすはずですが、実際には米ドル高が観察されており、これは、足元の金融取引によって米ドルの需要がさらに高まることで、米国の金融市場に多くの外国資金が流入している状況に他ならないと考えています。

多くの国、とりわけ新興国では、パンデミックの先行きに対して、不透明感が依然として根強いと見られる為、安全な投資先への投資需要が高まっている状況と思われま。米国債は、世界で唯一、金利水準がプラスの安全な投資先と考えられており、他の先進諸国の金利水準が押し並べてマイナスである中、米国以外の信用度の高い国々が外国資本を惹きつけにくい状況になっていると思われま。従って、今後、米ドル安が予想されるシナリオは、現在のパンデミックが投資家からリスクとして認識されなくなったときにのみ起こるのではないかと考えています。

金融市場関係者のECBに対する信頼

ユーロ圏では、家計も金融市場関係者も、今後1年間のインフレ率を2.0%前後と予想していると思われ、この予想はECBのインフレ目標に沿ったものである為、全てが順調に進んでいるようにも見受けられます。しかし、実際に、インフレ率が2.0%まで上昇するとの予想は、金融市場関係者の短期的なインフレ期待を反映したに過ぎないものと思われま。10年後のインフレ・スワップ・レートには、現在、インフレ目標を大きく下回る1.5%程度の数値しか示されておらず、このことから、金融市場関係者は、ECBが中期的にインフレ目標を達成できるとは考えていない旨、示唆されていると考えています。

ユーロ圏：金融市場関係者と消費者の認識が一致 インフレ・スワップ（%）と消費者信頼感（回答者のバランス）



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20日時点

短期的なインフレ見通しについては、企業が製品価格の値上げに積極的であるとの調査結果も示されるなど、今後発表されてくる各種指標においてインフレに関連した何らかのサプライズが起きる可能性には留意しています。IFO指数やユーロ圏景況感指数にも良好な結果が示されるなど、欧州経済の開放と堅調な経済成長が相俟って企業が値上げを実施しやすい環境が整いつつあると見えています。

デルタ変異株のリスクを過小評価してはならない

しかし、コロナ・ウイルスのデルタ変異株の拡大は引続きリスクと考えられます。英国ではコロナ関連の規制が全面解除されたことで、これから起きる展開は、広く世界に対して先行きの道筋を示すことになると思われま。

これにつき、今後数週間で感染率が急激に上昇する可能性があると考えられますが、一方、夏場は免疫力が高まる傾向があると思われま。感染者の多くは軽い症状で済むことも期待されていると思われま。同国のワクチンの接種率はすでに非常に高く、これにより高い免疫力が生じているとされ、秋には感染の波が再び落ち着くと見る向きもあるようです。

また、英国では、秋に医療システムに過度の負担がかかることは回避できるとの見方がある傍ら、今後4~6週間で入院患者数が大幅に増加するとする悲観的な予測もあり、引き続き予断を許さない状況と見えています。実際、英国で病院のベッド占有率が顕著に増加すると、新たなロックダウン規制が再び必要になる可能性も指摘されており、その場合、経済の見通しが著しく悪化すると思われま。動向を注視して行きたいと考えています。

market:update

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。
9. 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。
10. 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。
11. 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。
12. 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

W21-028