

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年8月10日

米国の賃金物価スパイラルがインフレを誘発？

一見、インフレの予測は非常に簡単なもののように思えます。デフレは物価が下落することであるのに対して、インフレは物価が継続的に上昇することです。しかし、物価上昇は経済にとって自然な状態ではないため、企業が継続的に価格を上げるためには、別のプロセスが必要となります。純粋に論理的に考えれば、それは賃金に他なりません。「賃金物価スパイラル（悪循環）」という言葉はここから来ています。

欧州経済が米国経済に比べて6ヶ月から9ヶ月ほど回復が遅れているため、これまでのところ、欧州での賃金の上昇は抑えられています。したがって、欧州のインフレ・リスクは現在のところ低いと言えます。

一方、米国経済は、景気回復がすでにかなり進んでおり、同時に、政府の財政政策による景気の後押しも欧州経済よりもはるかに大きいです。このような背景から、インフレ・リスクは現在、米国でより顕著になっていると考えられます。

インフレ予測は一筋縄ではいかない

よく見てみると、インフレ予測は非常に複雑です。賃金や消費者物価のデータを分析する際に、以下のような多くの疑問に同時に答えなければならないからです。

- 純粋に統計的な要因でしかないのではないか
- 相対的な価格の変化に過ぎないのではないか
- 一過性の効果に過ぎないのではないか

例えば、米国では新型コロナの感染拡大の初期に、賃金が急上昇しました。しかし、これは実際に経済全体の賃金が上昇したのではなく、低賃金のサービス業に従事する労働者が解雇されたことが主因でした。それによって、残りの労働者の平均賃金が上昇したという、純粋に統計的な理由による賃金上昇だったのです。

また、消費者物価指数を見ると、コロナ危機の間に物価構造が変化したことがわかります。つまり、モノの価格は急上昇した一方で、サービスの価格は下落したケースがあったのです。パンデミックの際に、消費者はほとんどモノしか買えなかったため、相対的な物価構造が変化したのです。

また、今年は米国で中古車価格が50%以上も上昇するという劇的な現象が起きました。（公共交通機関を利用するのではなく）自動車で移動することで感染リスクが低下することと、米国経済が再開されたことで、車の需要が一気に爆発したのです。しかし、米国経済の再開は一度だけのイベントなので、来年も中古車価格が50%以上

上上昇する可能性は非常に低いと考えられます。逆に、自動車生産は今後、世界的に大きく拡大する可能性が高く、その結果、中古車価格は下落すると考えられます。つまり、これは一過性の効果に過ぎないのです。

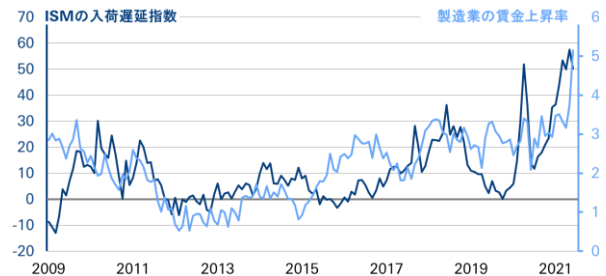
米国製造業の賃金動向は警告信号

以上の3つの例から、これらは一時的なインフレ現象に過ぎないと考えられます。これが基本シナリオで、その発生確率は50%と見ています。

しかし、永続的な高インフレになるシナリオも考えられます。例えば、米国の製造業の賃金は、2020年4月から6月の間にごく小規模なレイオフがあっただけで、統計的效果によって歪められたものではないと言われています。その後、米国製造業の雇用は再び着実に増加しています。したがって、賃金の推移を見ても、統計的な異常は見られません。

米国：入荷が遅延すると賃金が大きく上昇

製造業の賃金上昇率（前年同期比）とISMの入荷遅延指数



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年6月時点

* ISM (米サブプライマナジメント協会の入荷遅延指数は、サプライチェーン担当者に原材料などの入荷について「遅くなっている」「変わらない」「早くなっている」を選んでもらい、「遅くなっている」の回答割合と「変わらない」の回答割合に0.5をかけた数値を合計して作成する。50を上回ると納品に時間がかかっていることを意味する。通常は、経済活動の活発化を意味するが、供給不足でも上昇する。

製造業の生産する製品に対する強い需要とサプライチェーン（供給網）の混乱により、現時点では納期が異常に長くなっています。製造業の企業は、注文をこなすことに大きなプレッシャーを感じています。そのため、企業は、もっと高い賃金を支払うことにより、労働力を確保したいと考えています。6月の賃金上昇率（前年同期比）は5%以上に加速しました。

米国では、賃金物価スパイラルの発生を示す最初の兆候がすでに見られています。特に、製造業で起こっていることがサービス業で今後起こることの先行指標であることが証明された場合はなおさらです。このような背景から、高インフレシナリオの発生確率を30%と見ています。

market:update

経済にとって良いニュース：英国とオランダの新規感染者数は減少へ

デルタ変異株による景気回復への脅威は、当初考えられていたよりも小さいものかもしれません。英国とオランダでは新規感染者数は低下に転じています。両国ともに、ワクチン接種率は高く、過去の自然感染による免疫保持者も多くいると考えられることから、感染の波が自然に収束することを期待するのは妥当なことではないかと思えます。特にドイツの製造業にとって、これは非常にポジティブなシナリオです。

メツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク



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写、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

W21-029