

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

金融経済の見通し

2021年8月16日

米国の実質金利が低い理由

通常、景気が上向きになると、期待インフレ率および実質金利の上昇を伴って、名目金利が上昇します。確かに、今回の景気上昇局面でも、期待インフレ率は米連邦準備制度理事会（FRB）のインフレターゲット近辺まで上昇しています。一方、大変驚くことに、米国10年インフレ連動国債をベースに算出したここ数か月の実質金利はマイナス1.2%と過去最低水準となっています。

米国経済の実態に目を向けると、第2四半期の実質GDPは前年同期比で12%以上増加しており、第3四半期も7%近い成長率を達成する可能性があります。このように、近時の実質金利の低下は、著しく好調な経済状況下で発生していることを考えると、なおさら違和感があります。

景気上昇局面での実質金利の上昇は、古典的には、企業の投資資金調達のための信用需要の高まりと、民間家計の貯蓄率の低下によって引き起こされますが、これは、需要を幾分でも減速させ、経済の急激な過熱を防ぐ為に重要な機能を果たしているものであり、こうした実質金利の動きは、景気上昇の進行を緩やかにするものです。

米国：実質金利、8月に歴史的低水準を記録 米国10年インフレ連動国債ベースの実質金利 (単位：%)



しかし、2020年3月18日にまだ-0.56%程度だった実質金利が、その後現在にかけて更に低下していることは、最近の景気回復の加速に一役買っていると見られ、実際に消費者や企業のローン需要は顕著に増加しています。主要銀行への貸出動向アンケート調査等では、多くの銀行がローンの審査基準を緩和している状況が確認されており、消費者に対する調査では、回答者の約32%がカードローンの需要が増加したと回答するなど、2011年以来で最大の数値が示されています。

こうした状況から、目下、米国経済の成長見通しについて悲観的な将来像を思い描くことは、困難な状況にあります。

貯蓄率の動向が実質金利に影響か

実質金利が通例とは異なる動きを見せていることは、米国における家計貯蓄率の爆発的な上昇と関係があると考えています。グラフを見ると、2008年以前はその後と比較して平均的に貯蓄率が非常に低く、実質金利は高かったことが示されていますが、2009年以降は平均的に米国の貯蓄率が高くなり、それに伴って実質金利が低下している様子が観察されます。

とりわけ2020年以降は、ロックダウンと大規模な国家支援により、貯蓄率が爆発的に上昇し、同時に実質金利では過去最低の水準が観測されました。これにつき、2003年から現在に至る全期間に亘り、企業投資はGDPに対してほぼ安定的に推移したことから、実質金利に対してほぼ影響を与えなかったと考えられます。又、米連邦準備制度理事会（FRB）による国債購入が、財政赤字の拡大による実質金利への影響を防いできたであろうことも考慮に値します。総じて、2003年以降の実質金利の動向に影響を与えた主要因は、民間貯蓄、即ち貯蓄率の動向にあると考えています。

米国：高い家計貯蓄率が低い実質金利の原因か 実質金利 (%) と可処分所得に対する貯蓄率 (%) 推移



前述の事項を踏まえると、実質金利を説明する当社の計量経済モデルにおいて、実質GDP成長率と貯蓄率が、統計的に有意性の高い説明要因となっていることは明白で、実際に当該モデルでは、2021年第3四半期の実質金利が約-1.1%と推定され、ほぼ現在の水準が指示されています。

今後数四半期のGDP成長率がブルームバーグのコンセンサス通りに推移し、貯蓄率が現在の約10%の水準で安

market:update

定すると仮定した場合、2022年末の実質金利は-0.6%に上昇すると予想されます。ここで、貯蓄率が約5%に低下すると仮定した場合、想定される実質金利の水準は+0.4%程度ですが、この貯蓄率を0%とした場合、実質金利が1.4%にまで上昇すると予想されます。尚、ここでは企業投資の対GDP比が安定していることを前提に置いています。

インフレは米国の債券市場により大きなリスク - 但し、欧州の債券市場でも留意

実際、米国では、6月の失業率は5.9%を示し、パンデミック発生当初に比して、実際の雇用者数は依然として少ないというデータもあるなど、米国の労働市場では、目下大幅な賃上げを背景とする賃金・価格スパイラルの発生リスクは小さいと考えています。

一方、米国の労働市場に関する最近の情報は、まちまちであり、求人件数は記録的な高さを示しており、中小企業が人材の確保に苦慮しているデータが存在します。また、将来に向けて、堅調な労働市場への期待が反映された力強い消費者信頼感に関するデータなども見られます。

こうした状況下、どの指標が米国の労働市場に関する正しい姿を反映しているか、今後の発表データを注視したいと思います。とりわけ、インフレ動向については、賃金・価格スパイラルに牽引された高インフレの環境が徐々に確立されつつあるのか、或いはインフレ率が再び急速かつ顕著に低下するののかといったことに注目しています。

コア・インフレ率が予想を上回るリスクは確かに存在します。前回のレポートでも書きましたが、期待インフレ率が、先行指標ではなく遅行指標の性格をもつことから、欧州地域においても、米国発のインフレ・リスクを決して軽視してはならないと考えています。

中国について

最近、中国の政策スタンスを巡り、米国での同国企業のIPOが著しく困難になったことや、同国の教育関連企業の非営利組織化など、中国における市場経済と資本市場への移行のあり方に対して、多くの疑問が投げかけられています。

しかし、過去40年間のトレンドには、中国が明らかに資本市場を備えた市場経済へと向かっていることが示されてきました。中国の政策立案者は、関連する課題を見事に克服しつつ、常に目標を見据えて行動し、資本市場の急速かつ着実な発展、起業家精神、外国人投資家への門戸開放などを支援してきており、こうした流れは成功に結び付いている為、今さら社会主義にUターンする理由は見当たりません。

しかし、中国は依然として国家資本主義の国であることには留意すべきであり、このことは、当該資本主義が中国人民の利益の為に運営されることを示唆しています。政策当局者は、資本市場参加者が、中国人民にとっての最善を回避するかのような反応を市場で示した場合、これを許容しないと思われ、むしろ、中国の資本市場では、外国人参加者は、自らが当該システムの中で従属的な役割を担っていることを理解しなくてはなりません。

テクノロジー分野での独占、全ての人に平等な教育機会、データ・セキュリティなどの問題は、我が国でも対策の必要性が指摘されています。現在、米国や欧州でも集中的に議論されているこれらのテーマは、中国も独自の方法で諸問題の解決に取り組んでいます。

教育関連企業の非営利組織化は、教育の不平等と家庭の経済的負担を軽減することを目的としており、これらのサービスは広く普及することが望まれるものです。又、テクノロジー企業に対する規制強化については、これにより公正な競争環境が実現され得ると考えています。例えば、テクノロジー関連の大型株指数が高値から約43%下落したにも拘らず、イノベーション関連の小型株指数が、最近、新高値を付けるなどの現象が見られることは、スタートアップ企業に競争原理が好ましい方向で働きつつある証左と捉えています。

以上のように、中国は投資家にとって基本的に魅力的な国であることに変わりはありませんが、株式市場で個別の銘柄を選ぶ際は、中国政府が何を目的に動いているか考慮することが肝心です。中国は引き続き非常に革新的で、また多くの分野で独自の路線を歩んでいることから、今後益々多様化していくことでしょう。

中国経済は、好調だった2020年を経て、今年は弱含みの傾向も見られます。今後の動向を占う重要な指標となるのが信用需要の伸びであると考えており、インフレ指標とともに今後発表されるデータに注目して行きます。

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 Walk

W21-030

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. 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