

# markt:aktuell

金融経済の見通し

2021年10月18日

## 植物状態の世界経済：不調な身体機能

医者の仕事とエコノミストの仕事には、意外にも多くの共通点があります。医者仕事は、診断から始まり、治療、予後までに及びます。エコノミストの仕事もこれとよく似た過程をたどります。

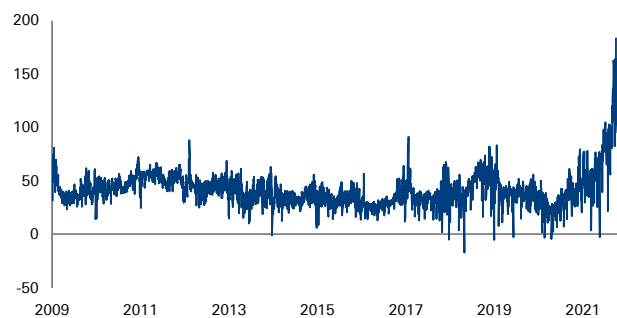
医療の例えは、さらに拡大することができます。2008年の世界金融危機の際、世界経済は深刻な心臓発作に見舞われ、それ以来、一種の植物状態（覚醒昏睡）が続いています。世界経済の脳の活動を示す指標は、主要中央銀行の主要政策金利の推移です。世界金融危機以降、主要政策金利はほぼ0%で推移してきました。しかし、今年の世界経済がおかしくなっているようです。血圧、血糖値、肝機能の数値、その他の重要な検査値が急上昇したり急低下したりしています。すなわち、経済に置き換えると、木材価格、中古車価格、コンテナ運賃、電気料金などが乱高下しているということです。

では、エコノミストは、どのような診断を下すでしょうか。患者は死んでしまうのか、身体機能は再び低下し昏睡状態が続くのか、それとも回復し生き返るのか。

### エネルギー価格の高騰はスタグフレーションを引き起こすか

ここ数日、欧州では天然ガス価格や電力価格が急上昇しており、アジアでも同様の展開が見られました。ピーク時には、ドイツの電力卸価格は年初の約4倍に達しました。

ドイツの電力卸価格は年初から4倍に上昇  
ドイツの電力卸売価格（単位：ユーロ/メガワット時（MWh））



出所：Refinitiv Datastream, Metzler; 2021年10月5日現在

その理由の一つとして、エネルギー企業の化石燃料生産への投資額が少ないことが考えられます。2015年以降、MSCI ワールド構成銘柄のコモディティ企業とエネルギー企業の実物投資額は60%以上も低下しています。その背景には、気候変動対策として、化石燃料から代替エネルギーへの移行が求められていることがあります。その結果、銀行や金融市場では新たな「化石」プロジェクトへの資金供給はほとんど行われていません。また、大手エネルギー企業は、裁判所から新たな「化石」プロジェクトへの投資を中止させられています。電力会社が現在行っていることは、風力発電や太陽光発電などの代替エネルギーへの投資です。今回の展開を「旧産業の復讐<sup>1)</sup>」と呼ぶ人もいます。このようなエネルギー価格の動向は良い面もあります。エネルギー価格上昇は、エネルギー転換をより迅速に実施するためのインセンティブを生み出すからです。

<sup>1)</sup>オールドエコノミーの復讐（Revenge of the Old Economy）

しかし、ここ数日のエネルギー価格の上昇は衝撃的であり、生産的なものとはなりえません。欧州やアジアの厳冬期に、エネルギー市場の状況が著しく悪化してしまう可能性があります。マクロ経済的には、この供給ショックが経済成長に大きな影響を与え、インフレを助長する可能性があります。そうなると、スタグフレーションのリスクが高まります。しかし、マクロ経済への影響がどれほど大きいかは、価格が現在の非常に高い水準にどの程度長く留まるかにかかっています。

## なぜエネルギーやサプライチェーンのボトルネックが、パンデミックのピークである2020年4月や冬ではなく、今発生しているのか

それは、製造業各企業がパンデミックの状況下でも生産や輸送が可能であること身をもって学んだからです。そのため、製造業では需要の低迷がほとんど見られない一方、大変珍しい現象ですが、不況の主因となったのはサービス業の不振でした。

過去数十年の間に、企業は不況後においては需要の回復が遅いことを繰り返し経験してきました。したがって、不況時の正しい対応策は、常に在庫を減らし、新たな設備投資を行わず、現金を確保することとしてきました。

しかしながら、今回は（サービス業主導という）異例ともいえる不況の形であったことから、サービス業の急速な活動の再開に加え、政府の大規模な財政支援が行われたことにより、需要が急激に回復したのです。企業にとってもこれは全くの驚きでした。例を挙げると、パンデミックの際、米国のレンタカー会社は保有する商用車の在庫を大量に売却しました。年初にレンタカーの需要が急増した際、レンタカー会社は再び車両を補充するために、中古車市場で最大で50%高い価格を支払わなければなりません。つまり、世界経済は現在、非常に旺盛な需要に完全に圧倒されているのです。

たとえば、ドイツの自動車産業は、高水準の受注残高を持つにもかかわらず、最近自動車生産量が減少しています。これは、半導体が不足しているためです。コンテナ運賃においては、上海からロッテルダムへの運賃が、2020年11月には40フィートコンテナ（長さは約12m、幅と高さは約2.4m）1本あたり2,000米ドル程度だったが、直近では14,000米ドルを超えています。ただ、価格の上昇が「必要な供給対応のための適切な市場シグナル」を発していることから、サプライチェーン問題はすみやかに解消されると考えられます。従って、足元の最大の関心事は、現在不足している中間財をどれだけ早く生産できるかということです。

当面、世界経済は旺盛な需要回復が見られることが予想されます。したがって、需給バランスが本格的に解消され始めるのは来年半ば以降になると思われれます。そのため、世界経済はしばらくの間、ブレーキをかけたまま成長を続けることになると思っています。

一方で、迫り来るエネルギー危機や食糧危機は、構造的なものである可能性が高いと思われれます。気候変動が世界の食糧生産に影響を及ぼしつつあります。世界の人口は増加しているため、食糧生産量の伸びを世界人口の増加が上回る「マルサスの罠」が迫っていると言われてています。食糧生産の革新に適切なインセンティブを与え、食糧消費の調整を確実にを行うためには、実際には食料価格の大幅な上昇が必要となると考えられます。

しかし、食料価格の高騰は、貧困国の社会的平和を脅かします。そのため、すぐに、欧州や世界の農業政策が議論的に戻ってくる可能性があります。加えて、前頁に記載の通り、気候変動の影響を緩和するために化石燃料の生産を削減する取り組みが世界的に行われていますが、化石燃料の使用量低下は政治的に望まれているものとはいえ、足元では化石燃料の不足という形でエネルギー価格の急激な上昇を引き起こしています。市場経済の観点からすると、気候変動に配慮した代替エネルギーへの投資やイノベーションの開発に大きなインセンティブが働くため、これは歓迎すべきことです。しかし、冬季には、欧州のエネルギー供給に大きな圧力がかかり、供給のボトルネックになる可能性もあります。

全体的に見て、インフレ率の顕著な上昇が危惧され、これは来年にまで継続する可能性があります。その結果、金融市場ではインフレ期待が高まっています。ただ、ユーロの10年物のインフレ・スワップは、現在1.95%の水準です。欧州ソブリン債務危機以前の平均的な水準は2.25%程度でしたが、当時のインフレ期待は、まだECB（欧州中央銀行）のインフレ目標に沿ったものでした。そのため、ECBは金融政策を早急に引き締める必要性に迫られていないと考えられます。したがって、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入枠）を今後どうするかについては、ECBは12月まで時間をかけて決定すると思われれます。しかし、米国については、インフレとインフレ期待が制御不能に陥り、FRBは主要政策金利の引き上げを予想よりも早く行わなければならないリスクがあります。

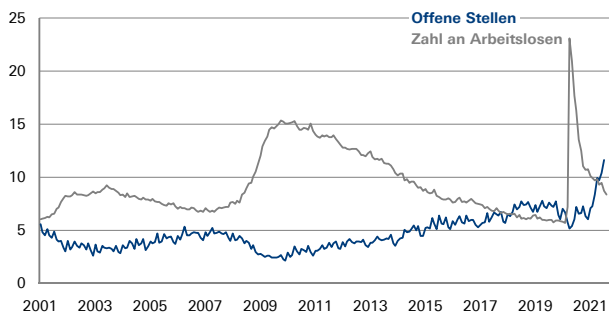
## 米国の労働市場におけるインフレ・リスク

米国では、米労働省の雇用動態調査で7月の求人件数が約1,100万人に増加したのに対し、失業者数は約800万人にとどまっています。

## 米国：労働市場の大きな不均衡

(単位：百万人)

offene stellen => 求人件数  
zahl an arbeitslosen => 失業者数

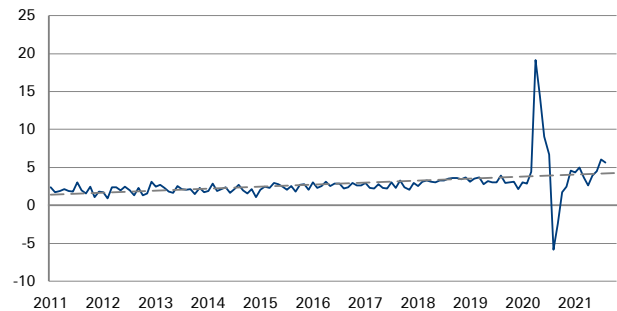


出所：Refinitiv Datastream, Metzler; 2021年8月31日現在

2021年4月以降、すでに求人件数が失業者数を上回っています。したがって、8月の賃金上昇率が4月に比べて5.7%（年率）に加速したことは驚くべきことではありません。このように、賃金の伸びは、失業率の緩やかな低下に伴って賃金の伸びが緩やかに加速してきた2011年以降のトレンドラインを上回っています。

## 米国：加速する賃金上昇

平均月間賃金（4ヶ月前との比較、%）、年率換算



出所：Refinitiv Datastream, Metzler; 2021年8月31日現在

しかし、パンデミック後に生産性が大幅に向上した可能性があるため、賃金の高い伸びが必ずしも高インフレにつながるとは限りません。たとえば、多くの企業が、パンデミックを機に、リストラやデジタル化を進めている模様です。

## エコノミストの診断と予測

インフレ・ショックの助けを借りて、患者を生き返らせる可能性は十分あります。しかし、医者（中央銀行）には最大限の努力が求められています。一方では、インフレ・ショックを大きくしすぎたはずならず、他方では、患者が再び昏睡状態に陥る可能性があるため、インフレ・ショックを急停止させてはならないからです。



Edgar Walli

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

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。

W21-039

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