

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2020年9月21日

## 大きなインフレが来たら？

FRB（米連邦準備理事会）は現時点でなんらかの行動を取る必要があると考えておらず、16日に開催されるFOMCでは新たな金融政策措置の決定は無いと思われま。しかし、金融市場参加者は、FRBが「平均インフレ目標」という新たな金融政策の枠組みをもう少し具体的にすることを望んでいます。現時点でのメッツラー・アセット・マネジメント GmbH の理解は「FRBは労働市場のデータをこれまでとは異なる方法で解釈するようになる」というものです。過去において、FRBは最初のステップとしてNAIRU（インフレを加速させない失業率）を推定していました。そして、失業率がNAIRU推定値を下回った場合、インフレ率がまだ低くても、インフレ率の上昇を早期に抑制するために、FRBは第二のステップとして積極的に主要政策金利を引き上げるといったことを行ってきました。

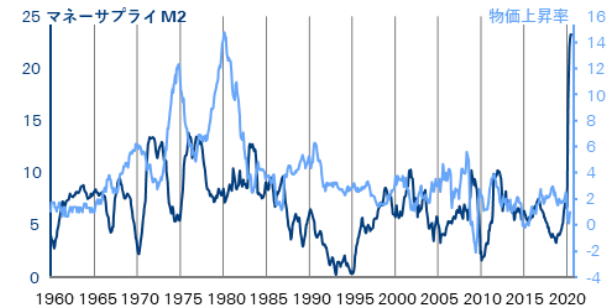
今日、FRBは、インフレ率と失業率との間に存在する負の相関関係を示すフィリップス曲線（すなわち「失業率の低下はインフレをもたらす」という関係）の信奉者ではもはやないようで、将来的には失業率の非常に低い水準への低下も許容すると思われま。このように、FRBは実際のインフレ傾向により重きを置くようになる可能性があります。これまでは、インフレがターゲットの2%を上回った時にFRBは主要政策金利を引き上げてきました。新しい金融政策の枠組みは、インフレが2%以上に上昇することを可能にし、インフレ・サイクルの後半にFRBは主要政策金利を引き上げることになりま。インフレがインフレ目標を超えて安定した状態を維持しFRBが秩序あるサイクルで主要政策金利を引き上げることができるようになるのか、それとも危険なインフレ・ダイナミクスとなるのかは、まだわかりません。

### 「大インフレ」とはならないと思われるが

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH の基本シナリオは「米国と欧州のインフレは低位で推移」です。現在は、個人消費の回復のおかげで製品の価格が再び（一時的に）上昇しているため、インフレの緩やかな上昇が見られます。一方、サービス部門のインフレ傾向は、ロックダウン措置の実施継続により、緩やかな低下が継続しています。

過去を振り返ってみると1960年以降の米国のマネーサプライ M2 伸び率とインフレとの間には、ほとんど関係がないことが示されているにも関わらず、ここ数ヶ月の間に通貨創造（信用創造）の非常にダイナミックな性質に基づいたリスクシナリオが浮上しています。

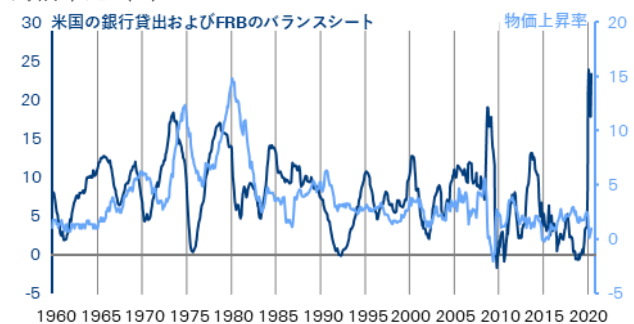
米マネーサプライはインフレの先行指標足り得ず  
対前年比 (%)



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2020年8月15日現在

これは、マネーサプライの合計は実際の通貨創造を測定するのに十分ではないからです。たとえば、貯蓄は貯蓄商品の中で再配分されることがよくあります。これは、通貨創造を反映することなく、マネーサプライの合計に影響を与えます。通貨創造を直接測定する1つの試みは、銀行貸出と中央銀行のバランスシートを合計することです。この場合、この通貨創造の指標（銀行貸出+FRBのバランスシート）とインフレの間の相関は大幅に高くなるため、完全ではないとはいえ、インフレのより優れた先行指標になります。

米国の通貨創造はインフレの優れた先行指標  
対前年比 (%)



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH、2020年8月15日現在

このように計算された指標に基づくと、米国の通貨創造の伸び率は、7月にほぼ18%に達しました。5月のピーク時には23%を超えており、これは第二次世界大戦以来の最高値でした。欧州でも同様の通貨創造の急増が見られます。それでも、インフレ率は低いまま推移すると予想しています。貨幣が印刷されたのは、企業や家計

の高い流動性ニーズを満たすためのものであったからです。不確実性が高い時代では、流動性は単に多くの経済主体にとっての安全を意味します。したがって、お金は実際には使われず、そのためインフレに何の影響も与えません。

しかし、リスクシナリオとしては「主観的に認識された不確実性が著しく低下し、ため込んでいた流動性がどんどん消費されてしまう」というものがあります。その場合には、驚異的なインフレ率の急上昇が起こることは明らかだと思えます。投資家の観点から見ると、これは安全な国債の利回りが著しく上昇し、株式、プライベートエクイティ、不動産など他のほとんどすべての金融資産の価格が低下することを意味します。国債と他の金融資産の間に正の相関関係がある場合には、効果的な分散効果は期待できません。この場合、投資家にとっての唯一の選択肢は、マネーマーケット（短期金融市場）に逃げることです。自動化されたリスク管理システムは、金融市場のチャンスを早期に切り捨てずに、最悪のシナリオでもセーフティネットを維持する方法の一つとなり得る可能性があります。理想的には、リスクシナリオに備えながらも、それが起こらないことを期待することです。

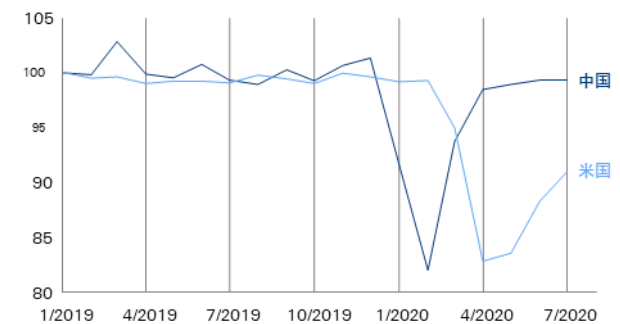
## 経済指標

米国と欧州の景気回復ペースは顕著に鈍化している模様です。米国では、1300万人以上の失業者が依然として必要としている、7月末で期限切れとなった失業給付の上乗せなどの特例措置に変わる新たな経済対策の成立が遅れています。一方、欧州では、多くの国で感染第2波が発生しており、これがサービスセクターを減速させています。したがって、少なくとも短期的には、インフレ・リスク・シナリオは非常に低いと考えられます。米国での新しい包括的な経済刺激策の成立と欧州でのサービス需要の正常化のみが、インフレ・シナリオの確率を増加させる要因だと見ています。

成長率見通しがやや低下していることは、ZEWのドイツ景気予測指数（9/15）、米国の鉱工業生産（9/15）、米国の小売売上高（9/16）、フィラデルフィア連銀製造業景気指数（9/17）の事前予想の低下にも反映されていると思われます。一方で、NAHB住宅市場指数（9/16）や住宅着工件数、建設許可件数（9/16）は、米国の住宅市場は引き続き希望の光であることを示すと考えています。

対照的に、鉱工業生産と小売売上高（9/15）に示されるであろうように、中国の景気回復には変わりはありません。

中国の鉱工業生産は、これまでのところV字回復  
鉱工業生産指数（2019年1月31日を100とした推移）



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH、2020年7月15日現在

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

- 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。
- 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。
- 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。
- 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、投資元本を割り込むこともあります。
- 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。
- 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。
- 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、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。
- 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。
- 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。
- 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。

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

W20-021