

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年6月8日

欧州中央銀行の金融政策は中期的にインフレ効果をもたらすか？

欧州中央銀行（ECB）は、足元でパンデミック緊急プログラム（PEPP）を7,500億ユーロから1兆3,500億ユーロに増額するなどコロナ後の経済回復に向けて積極的な資金供給姿勢を見せていますが、このことはECBのバランスシートの大規模な拡大が、中期的にインフレ（消費者物価上昇）をもたらすか否かという問題を提起していると考えられます。

概して、危機的とされる状況下では、投資家はポートフォリオのリスクを削減したいと考えることが多く、社債や高リスクに分類される国が発行した国債などの売却に向かいますが、多くの場合、取引市場で買い手不在の状態になる為、リスクの高い債券の取引が事実上停止し、発行体である企業や国は新規資金の調達が困難となります。しかし、中央銀行であるECBが、リスクの高い債券の買い手として「踏み込む」ことで、投資家は大きな価格下落に苦しむことなく、ポートフォリオのリスクを削減することが可能になると考えられます。もっとも将来に向けて、投資家が現在見られるような高い現金比率を維持し続けられれば、中央銀行の買い入れプログラムは何の効果も生じさせないと思われ、投資家が流動性のある資金を一定期間後に再び金融市場に投じるようになる場合には金融資産の価格上昇によるインフレが顕在化すると見ています。

ECB 金融政策：債券購入のみでインフレシナリオとなる可能性は低い

ここで、各国の中央銀行が信用力の最も高い国の債券を購入している点に注目したいと思います。この目的は広汎な債券市場における利回り水準を引き下げることであり、とりわけ、最高レベルの信用格付けを持つ債券の供給が世界で同時に減少する為、リスク性の高い資産への投資が再び魅力的になると考えられます。そうした状況下では、概して、貯蓄よりも借入れの方が魅力的になると考えられますが、利回り水準の低下が程々に留まる場合は、貯蓄率や貸出に顕著な影響を与えるまでに至らないと考えられる為、中央銀行による債券購入のみではインフレシナリオを想定することは困難かと思われ。

唯一、極端に緩和的な金融政策と相俟って過剰な財政支出が行われた場合のみ、インフレシナリオが引き起こされる可能性があると考えますが、その為には需要が供給を大幅に上回る状態、

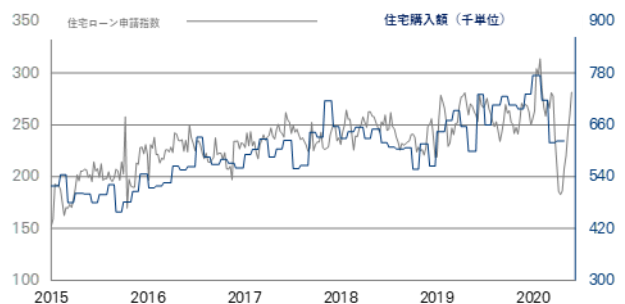
即ち、国内総生産が危機以前を大幅に上回る水準まで押し上げられるほど生産活動を刺激する財政出動が必要になると考えています。メツラーの試算によると、前述のシナリオが現実的となるのは早くも2022年か2023年と見られる為、インフレについては中期的なリスクとして捉えています。

ポジティブな兆しのある米経済

先週発表された5月のグローバル購買担当者景気指数は、製造業部門およびサービス業部門の双方で、前月の数値から改善が見られるなど、世界経済には回復に向けた第一歩を踏み出した様子が見られています。

米国に目を向けると、近時の雇用環境や労働市場における悲惨な状況にもかかわらず、住宅用不動産購入の為に住宅ローンの需要が、ここ数週間で再び急増していることが、米国の住宅ローン指数において明確に示されていることはいささか驚くべきことと言えます。

米住宅ローン指数と住宅-不動産市況が反発



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 22.5.2020

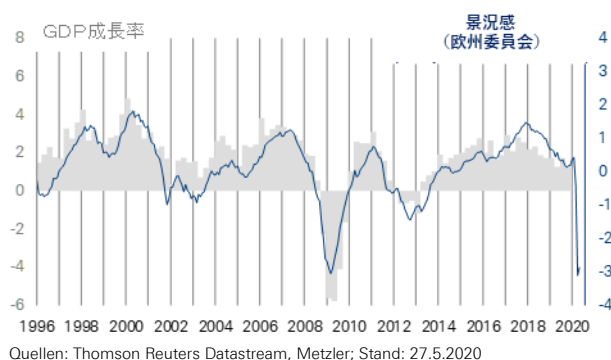
居住用不動産の購入は消費者にとって大きな買い物であり、将来の経済状況への大きな自信が必要と考えられ、そのような場合に限り、民間の家計部門で金利低下に反応して需要が増加すると言えます。予てより、住宅用不動産市場の動向は、個人消費のみならず、米国経済全体の景気先行指標とされてきており、米国の個人消費の見通しが顕著に明るくなったと思われ、ユーロ圏の社債スプレッドにはポジティブな見通し

非金融セクターのBBB格の社債と高い格付をもつ国債とのスプレッドを説明・予測するモデルでは、金融政策と並行して経済指標が大きな役割を果たしています。

markt:aktuell

例えば、欧州委員会が発表する経済センチメントを示すビジネス景況感指数を見ると、ユーロ圏では同景況感指数と経済成長率との間に非常に一致した動きが見られ注目に値すると思われ
ます。

ユーロ圏：経済成長率と主要指標 対前年比



メツラーは2020年下期の景気回復を予想していますが、とりわけ第4四半期には経済成長率3~4%（年率）の水準まで見込んでおり、今後数ヶ月間で上記の指数による経済センチメントの顕著な上昇が予想されます。同時に、ECBの中銀預金金利は-0.5%のまま推移する可能性が高く、ECBは国債や社債の買い入れを継続すると見られます。こうした状況に鑑み、高い経済成長と極めて緩和的な金融政策の組み合わせを背景に、過去最低水準のスプレッド予測が示されています。

モデル予想では明らかにスプレッドが縮小(bp)



現在、我々が置かれた状況が例外的であることを考慮すると、スプレッドが危機以前の水準に戻ることはむしろ現実的のように思われます。専門家は、今年後半にはローンのデフォルトが著しく増加すると予想しており、投資家が慎重になる可能性もあることが

ら、社債スプレッドが過去最低水準を更新するかどうかは必ずしも定かではありませんが、社債市場における前向きな進展が期待される条件は整っていると言えます。

尚、社債市場にとっては、第二波による感染拡大と、それに伴い、公共生活や経済に新たな規制が加わるのが最大の懸念材料と考えております。

今週もよろしく申し上げます。

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

- 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。
- 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。
- 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。

W20-006

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