

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年6月22日

指標となる実質金利に注目

米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）が、新たな証券購入・融資プログラムの実施に踏み切るなど世界の中央銀行では未曾有の金融緩和が行われていますが、日本銀行（BOJ）やイングランド銀行（BOE）等にも改めてこうした措置に追随する動きが顕著に見られています。

とりわけイングランド銀行では、金融政策委員会（MPC）において、予てより利下げが積極的に議論されるなど金融緩和への意欲が示されてきました。実際に英国において、日本、スウェーデン、スイス、ユーロ圏と同様、マイナスの政策金利が実現することになれば、経験則上、考え得る最も大きな影響は、同国の通貨価値の低下、即ちポンドが主要通貨に対して下落する形で現れると考えています。

経済データから早期回復への期待が高まる

目下、検疫に関する規制が大幅に緩和された国では、経済の正常化に向けたプロセスが予想よりも早く進んでいる兆候がいくつか現れており、この中には5月の米国の失業率における予想外の低下、ドイツのトラック輸送（日次データ）における復調、ドイツの小売業での顧客数の増加などが含まれています。

こうした流れを受けて、ドイツの欧州経済センター（ZEW）が、先頃発表したZEW景気期待指数には予想以上に良好な数値が示されました。今後は米国でも景況感指数などに良好な結果が示されてくるものと考えられます。良好な足元の米小売売上高、米鉱工業生産なども好調な労働市場を反映したものと考えられる為、これらは押し並べて世界経済が4月で既に底打ちしたことの裏付けになり得ると考えています。

中国は、パンデミックの影響を受けた最初の国であると共にこれを制圧したと思われる最初の国でもある為、その経済指標は世界経済の先行指標とされている現状があります。中国経済に、ここ数週間で力強い数値が示されていることは驚きをもって受け止められると同時に、その持続性が期待されています。

指標となる実質金利

経済は、常に特定の条件下において帳尻が整合するように成り立っており、例えば、貯蓄は、誰かがローンによる借入れ、或いはエクイティ・ファイナンスによる増資で資金調達を行うことによって作り出されます。

従って、国内の貯蓄は、常に国内投資と経常収支の合計になっていると考えられます。経常収支が黒字を示している場合、国内貯蓄は海外投資の一部をファイナンスしており、経常収支が赤字を示している場合、海外貯蓄は国内投資の一部を賄っていることとなります。

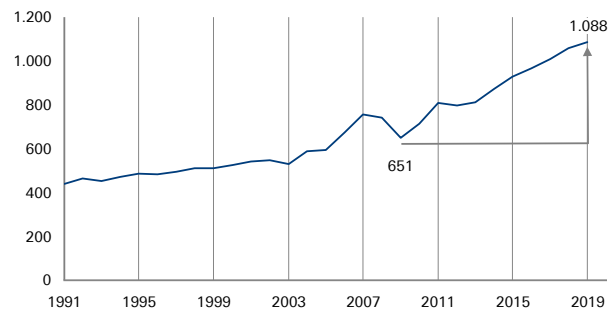
貯蓄 = 投資 + 経常収支

ドイツでは、2009年以降、国内貯蓄（家計 + 企業 + 政府）の大幅な増加が見られ、2009年の6,510億ユーロから2019年には1兆880億ユーロとなっています。

ドイツでは2009年以降、貯蓄額が大幅に増加

家計、企業、国家の貯蓄額の合計

単位：10億ユーロ



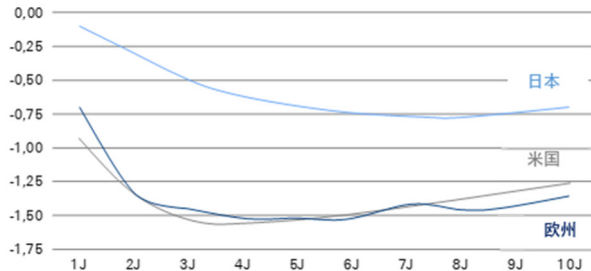
出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メッツラー。2019年12月末現在

このことは、経済主体がより多くの貯蓄をしたいと考えたから貯蓄が増加したのか、それとも貯蓄は国内外の高い投資性向にのみ反応したのか、という因果関係の問題を提起していると思われます。そして、これは実質金利によって容易に推論することができますと考えています。貯蓄性向が高ければ、投資家は必死になって投資機会を求め、実質金利は低くなりますが、一方、投資性向が高ければ、企業や政府は資金調達に必死になり、高い実質金利を支払う用意があることを意味すると考えられます。

各国・地域の国債について、異なる年限に応じた実質金利を見ると、米国、日本、ユーロ圏で各々非常に低い水準にあることが分かりますが、これにより、世界経済は、貯蓄過剰に直面していると考えられます。

各国・地域の実質金利は総じて低水準

米国とユーロ圏の実質金利は日本よりも低い 単位：%



出所: リフィニティブ、コンセンサス・エコノミクス、ECB。実質国債利回りは、当該期間における2020年4月以降のインフレ期待値の平均コンセンサスと名目利回りとの差。ユーロ圏は2020年5月14日まで、米国は2020年5月8日まで、日本は2020年5月5日までのデータシリーズ。

このような貯蓄過剰の環境下、政府の財政赤字は政府主導の投資の活発化を示唆すると考えられる為、高齢者を中心とする貯蓄を正当化し、経済成長をある程度押し上げ、実質金利の幾分かの上昇に貢献するなど、経済にとってプラスの要素と考えられます。また、国家ファイナンスによる財政資金が、教育、インフラ、研究開発など賢明な投資先に投じられれば、全ての関係者の間でウィンウィンの状況さえ実現が可能になると考えられます。さらに、未曾有のマネーが供給されている時期には、金利は通常、名目経済成長率よりも低水準になる為、例えばドイツでは、政府債務の平均金利が-0.5%で、今後数年間の平均名目経済成長率が3.5%、政府債務がGDPの80%の水準であることを考えると、政府債務が再びGDPの60%を下回るのに要する期間は、政府が特段の緊縮政策を取らなくても8年程度で済むと考えられます。

もちろん、この文脈では、中央銀行が金融政策によって実質金利水準を人為的に引き下げていないか、つまり、実質金利水準が、自然な貯蓄供給と信用需要を反映していない可能性に焦点が当たるかもしれません。しかし、人為的に実質金利を低く抑えていれば、貯蓄意欲は大幅に低下すると考えられる為、2009年以降のドイツでの貯蓄額の明らかな増加は観測されなかったであろうと思われますし、人為的に実質金利を低く抑えていたのであれば、おそらく信用への需要がより強く喚起され、ECBがインフレ目標を達成しやすくなっていたとも考えられます。

エドガー・ヴァルク

メツラー・アセット・マネジメントGmbH

チーフエコノミスト

- 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。
- 本資料に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。

W20-008

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