

2022年1月17日

2022年見通し: 「天気晴朗なれども浪高し」

主要経済テーマ

- インフレと中央銀行の金融政策が、2022年の金融市場に影響を与える重要な要因
- マネーサプライやフィリップス曲線などの伝統的な予測手法はもはや機能せずとみる
- 金融政策の予想を考慮に入れた上での長期インフレ期待のみが、インフレ見通しの信頼できるシグナルとなろう
- 金融政策は過度に引き締めのとなり、インフレ率は2021年以前の低水準に戻るとの見方が現在主流の予想
- メツラー・アセット・マネジメント GmbH の基本シナリオでは、2022年にECB（欧州中央銀行）の利上げはなく、FRB（米連邦準備制度理事会）の利上げは2回のみと予想
- しかし、予想外に高インフレが続くことで、インフレ期待が変化するリスクは高いと見る
- この場合、2022年にFRB、ECBはそれぞれ政策金利を1.5%、0.75%引き上げるとみる

金融市場

- 基本シナリオとしては、堅調な成長見通し、インフレ率の低下、緩和的な金融政策など、金融市場にとってポジティブな環境を想定
- 基本シナリオのもとでは、株式市場は10%以上の上昇、社債スプレッドは横ばい、国債利回りは緩やかな上昇にとどまると予想
- 米国で高めのインフレ期待が定着した場合、FRBはインフレ期待に対するコントロールを取り戻すために、2022年に政策金利を1.5%引き上げるとみる
- このシナリオでは、米ドルは大幅高となり、債券市場と株式市場は大幅安となろう
- 金利の上昇により、債券が再び株式の代替投資先となり、株式市場のバリュエーションが低下する可能性があるとみる

4シナリオ別のユーロ圏の主要政策金利

メツラー・アセット・マネジメント GmbH の2022年の世界経済見通しでは、発生確率別に以下の4つのシナリオを想定しております。

世界経済の4つのシナリオ

	発生確率
ECBの利上げはなし、FRBの利上げはせいぜい2回。豊富な流動性が引き続き経済をサポート	ベースシナリオ 45%
インフレ期待がインフレターゲットを上振れるも中銀は対応せず、実質金利が低下	リスクシナリオ1 15%
インフレ期待がインフレターゲットを上振れ中銀が積極的に利上げし、実質金利が上昇	リスクシナリオ2 30%
中銀は市場の織り込み通り利上げを行う。予想外にインフレが急低下。	マーケットシナリオ 10%

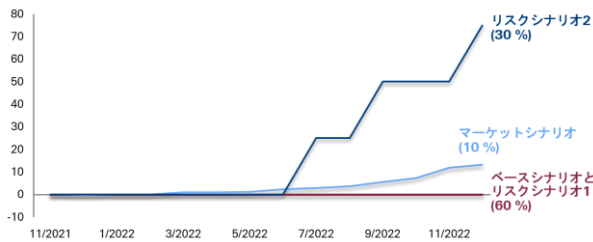
出所: メツラー・アセット・マネジメント GmbH

興味深いことに、これら4つの経済シナリオから想定される金融市場のシナリオは2つだけです。リスクシナリオ2では、ECBが2022年に主要政策金利を0.75%、FRBが1.5%引き上げる想定です。参考までに、チェコ国立銀行（中央銀行）は、6.0%のインフレ率を抑制するため、2021年6月から12月にかけて政策金利を3.5%引き上げました。チェコは、一人当たり国民所得

がイタリアやスペインと同程度であり、もはや新興国とみなせなくなって久しい国です。それ以外のシナリオでは、ユーロ圏の主要政策金利の変更は想定していません。

market:update

シナリオ別のECB主要政策金利の予測 OISフォワードによる期待主要政策金利とメッツラーの 予想 (bp)



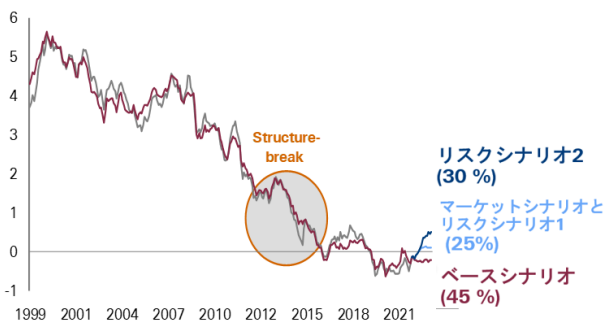
出所: リフィニティブ、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH (2021年10月31日時点)

独 10 年国債利回りの見通し

2022年の独10年物国債利回りは、発生確率70%で▲0.2%から0.1%の範囲で変動するとみています。利上げがないことを前提とすると、欧州経済の回復とECBの毎月の証券購入額の削減は、独10年国債利回りに緩やかな上昇圧力を与えるに過ぎないと考えます。2022年末の米10年国債利回りは、2.0%程度になる可能性が高いとみています。

リスクシナリオ2の場合のみ、独10年国債利回りは0.5%、米10年国債利回りは2.75%へと大幅に上昇すると予想しています。

シナリオ別の独10年国債利回り予測 メッツラー・アセット・マネジメント GmbH の計量経済モデルに基づくシナリオ分析 (%)

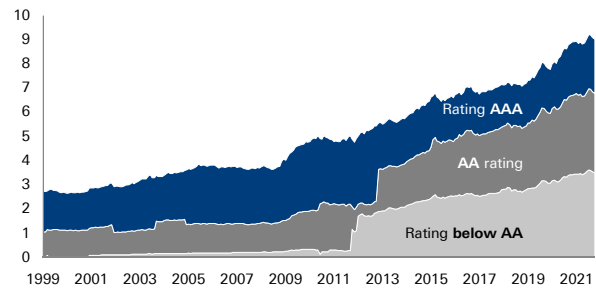


出所: リフィニティブ、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH (2021年10月31日時点)

この予測は、「第二次世界大戦後最大の経済危機である2008年の景気後退において独10年国債利回りが2%から3%の範囲で推移していたにもかかわらず、高インフレシナリオであっても0.5%までしか上昇しないとの予想なのはなぜか」との疑問を喚起するでしょう。

その背景には、欧州ソブリン債危機以降、安全資産としての国債が不足していることがあります。2012年以降、ユーロ圏では発行済み国債の約40%がAAより下の格付けとなっています。こうした格付けの低い国債は、市場が乱高下する局面ではリスク資産との相関が高くなることもあり、もはや分散効果が得られなくなります。例えば、市場が荒れる状況下で、ユーロ圏の格付けの低い国債と株式との間に正の相関関係があることが多く、株式と負の相関を持つ安全資産としての国債は希少となっています。そのため、格付けの高い国債は、市場で正のプレミアムで取引されています。

ユーロ圏における安全資産としての国債の希少性は、ドイツ国債利回りに2%ポイントの影響を及ぼすと推定
ユーロ圏の国債の格付け別残高 (単位: 兆ユーロ)



出所: リフィニティブ、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH (2021年10月31日時点)

メッツラー・アセット・マネジメント GmbH の計量分析によれば、このプレミアムは約2%に上り、ECBの債券購入も一役買っていると思われます。格付け会社がユーロ圏のすべての国債にAA以上の格付けを与えた場合、独10年国債利回りは約1%上昇すると推計されます。加えて、ECBが資産買い入れプログラムで購入したすべての国債を売却すれば、独10年国債利回りはさらに1%上昇すると推計されます。

欧州社債の спреッド見通し

欧州経済は2022年も引き続き力強い回復が見込まれます。すなわち:

1. 欧州復興基金による政府投資は、GDPの約1%に相当します。

market:update

- 民間家計はパンデミックの影響で約7,500億ユーロの余剰貯蓄を蓄積しており、大きな消費ポテンシャルを持っています。
- 欧州の企業在庫はかつてないほど枯渇しており、強い在庫サイクルが期待されます。

社債スプレッドが顕著に拡大するのはリスクシナリオ2のみ
非金融機関のBBB社債のASETスワップスプレッド
(単位: bp)



出所: リフィニティブ、メツラー・アセット・マネジメント GmbH (2021年10月31日時点)

社債スプレッドは、経済と金融政策によってうまく推計できます。したがって、堅調な経済は安定的かつ低いスプレッド水準に寄与するでしょう。ほとんどのシナリオで、2022年末までスプレッドはほぼ横ばいと想定しています。リスクシナリオ2のみ、スプレッドが50bp程度拡大すると推計しています。

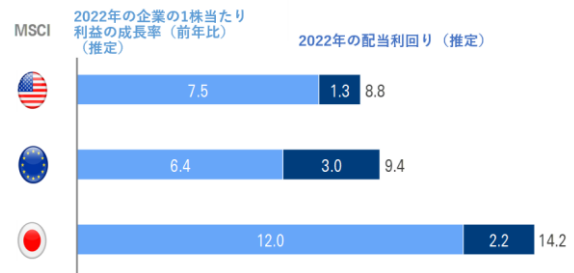
株式市場の見通し

企業は、2021年に発生した利益を以下の目的で活用できます。

1. 自社株買い
2. 内部留保
3. 配当金の支払い

IBESによる1株当たり増益率と配当利回りの推計値により、2022年の市場参加者による株式の期待収益率が示唆されます。それによると、日本の株式市場が14.2%と最も良好な見通しとなっており、低迷した2021年の後に大きなキャッチアップの可能性があると示唆されます。

トップダウンの観点からは株式市場は良好な見通し
IBESの推計値に基づく



出所: リフィニティブ、©stock.adobe.com/©Porcupen、メツラー・アセット・マネジメント GmbH; 2021年12月31日現在

また、欧州株式市場は、10%弱の期待収益率となっています。ただ、欧州企業の収益予測はまだ保守的すぎるかもしれません。メツラー・アセット・マネジメント GmbHの試算では、良好な経済成長が見込まれることから、11%前後の利益成長が現実的とみています。一方、米国では、政府の財政赤字が改善し、民間家計の貯蓄率が安定していることから、これら2021年の企業収益へ大きな追い風となった要因が2022年にも繰り返されることはないかとみています。政府や家計の過剰支出の反動減は、米国企業の利益成長の大幅な減速を意味します。




株式市場の見通しを立てるには、バリュエーション (PER) の変化も考慮する必要があります。この点で、現在の株式市場の状況は異例であり、米国だけが例外的に高いバリュエーションとなっています。一方、欧州の株式市場は過去10年間の平均をわずかに上回る程度であり、日本の株式市場は平均をも下回っています。

インフレ率と金融政策は、株式市場のバリュエーションに大きな影響を与えてきました。そのため、緩和的な金融政策が続く3つのシナリオでは、バリュエーションはあまり変わらない想定としました。高インフレのもと政策金利が顕著に上昇するシナリオ (リスクシナリオ2) のみ、株式市場のバリュエーションが過去10年間の平均値に回帰することを想定しています。

market:update

株式市場のバリュエーションのトップダウンの見直し：
ほとんどのシナリオで安定的
IBES推計値に基づく

2021年の一株当たり利益に基づくPER

MSCI	現在の評価	リスクシナリオ2 以外のすべての シナリオ	変化	リスク シナリオ2	変化
	23,6	23,6	0%	18,3	-23,4%
	16,0	16,0	0%	15,0	-6,4%
	15,9	15,9	0%	15,9	0,0%

出所：リフィニティブ、©stock.adobe.com/©Porcupen, メツラー・アセット・マ
ネジメントGmbH (2021年12月31日現在)

見通しでは、興味深いことに、インフレ率や金利の上昇が欧州や日本の株式市場に与えるマイナスの影響は小さく、良好なファンダメンタルズがバリュエーションの変化を補える程度となっております。対照的に、米国株式市場はバリュエーションが高いため、ダウンサイドリスクが非常に高くなっています。米国株式市場が下落した場合に、欧州と日本の株式市場がデカップリング可能かという問題がありますが、ここでは米国株式市場が暴落せず、緩やかな下落にとどまった場合には、デカップリングが可能と仮定しています。

2022年もどうぞよろしくお願い申し上げます。



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。
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。
11. 本資料の全部または一部を、当社の事前承諾なく複製、転載、改変、再配布することを禁じます。