

market:update

金融経済の見通し

2022年1月24日

金利悲観論は妥当でない

現在、金融市場関係者の間では、米国の主要金利は2023年末までに1.75%に上昇し、今後20年程度の間はこの水準に留まるとの見方が主流になっています。こうした背景には、様々な経済主体が高水準の債務を抱えている状況下、金利が上昇した世界では、もはや経済が適切に機能しないであろうとの金融悲観論が前提にあると考えられます。

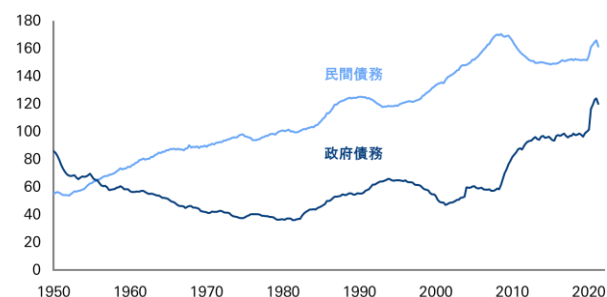
民間企業、特に企業の負債水準が依然として高いのは事実だと思われませんが、米国企業について見ると、平均して負債の期間が長く、バランスシート上に多額の現金残高が計上されているのが特徴的に見られます。従って、金利が上昇しても企業の支払利息は殆ど増加しない一方、保有する現金からの利息収入は大幅に増加するとの解釈ができると考えられ、こうした金利上昇による恩恵は、企業のみならず、家計についても同様のことが言えると思われれます。

これに対して、米国政府は金利負担を大幅に増やすことになると思われますが、政府は国債発行により、常に利息支払いの為の資金調達が可能である為、そうした状況にも対処することが出来ると考えられます。

従って、米国に於ける今回の利上げサイクルでは、主要金利が上昇しても、プラスの所得効果により、過去のサイクルほどには民間需要を減速させない可能性があると考えられます。その場合、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げによって十分に期待するインフレ抑制効果を得ようとすることで、米国の主要金利は現在の予想よりも高水準に達する可能性があると考えています。

米国：高水準の政府債務は、金利上昇による民間部門の金利収入の増加を意味する

債務残高の対GDP比：%



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年12月31日現在

一方、グレート・リセッション（リーマン金融危機）前の2007年は、民間企業の債務水準が非常に高く、一方で現金保有量は低い水準にあり、政府債務もまた低水準であったことから、当時、主要金利の引き上げは、高債務者にとって金利負担が増加することを意味し、利上げによってローン返済が滞る状況が助長されました。かように、当時の金利上昇は、住宅用不動産の需要を大

きく減退させることとなり、2008年の大不況の引き金になったと考えられます。これに対して、現在は、NAHB住宅市場指数、住宅着工件数、中古住宅販売件数などから顕著に確認出来るように、現在の住宅市場は総じて堅調な状態にあると見られます。今後は、発表されるフィラデルフィア連銀景況指数等の指標にも注目して行きたいと考えています。

スタグフレーションの畏にはまった英国

英国では現在、賃金・物価スパイラルが発生している可能性があります。英国における賃金は最近、12ヶ月移動平均で見ると約6%の上昇を記録していると思われ、同時にインフレ率は5%超に上昇していると思われれます。小売売上高に示されるように、高所得者の増加が名目消費のダイナミックな伸びを可能にしていると考えられます。

英国：賃金価格上昇のリスク

前年同期比：%



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021年12月31日現在

このような背景から、金融市場関係者が今年のイングランド銀行の主要金利の引き上げ幅を100ベース程度と予想していることに、特別な意外感はないと思われれます。むしろ非常に驚くべきことは、金融市場関係者が、目下期待される主要金利の引き上げではインフレ抑制には不十分との見方をしていることであると考えており、かように、英国はスタグフレーションのシナリオに陥っている可能性が懸念されます。

ユーロ圏：賃金に注目

欧州中央銀行（ECB）の複数の代表者は、現在の高いインフレ率が、今年の賃金要求に影響を与えており、賃金上昇の著しい加速に寄与したのではないかと懸念を表明しました。しかしこれまでのところ、賃金動向は弱い状態が続いており、ユーロ圏の賃金・物価スパイラルが顕在化するには更なる加速が必要だと見られます。

こうした中、現在、ECB理事会のメンバーでさえ金融引き締め必要性を説いている状況は、現在の高いインフレ率が、今後国民の間で高いインフレ期待となって定

market:update

着することへの懸念がいかに大きいかを示していると思われる。その場合、賃金要求が非常に高まることとなり、企業の製品・サービスの値上げ意欲が著しく促進されることになると考えられます。

概して中央銀行は、インフレ期待が定着するのを防ぐべく、迅速に行動する必要があると考えられる為、今年前半は、特に金融政策のサプライズが起こるリスクが高いのではないかと見ています。

尚、オミクロン変異株の拡大による経済への悪影響は克服できるのではないかと考えられます。例えば、米国の研究者のシミュレーションでは、米国と英国における感染の波は、間もなくピークを過ぎるとの結果が示されており、今後の欧州経済については、ZEW 景況感指数等に経済成長見通しの改善が示されてくる可能性があると考えています。

中国は経済の安定化に成功か

最近の中国の経済指標は、以前に懸念されたより、悪くない数値が発表されており、同国政府の景気回復にかかる施策が既に安定的な効果を発揮しているのではないかと見ています。但し、経験則上、不動産市場の低迷が顕著になると、他の経済活動にも影響を及ぼすようになる為、メツラーは中国に於ける 2022 年の成長率予想を 4.2%に留めています。一方、ブルームバーグのコンセンサス予想は 5.2%を大幅に下回る水準にあります。中国では 2021 年第 4 四半期 GDP が一年半ぶりの低水準となり、同 12 月の鉱工業生産指数は比較的堅調ながら、小売売上高には低下が示される等、引続き動向を注視する必要があると考えています。

通貨予測：予想モデルにおけるデータ修正の問題

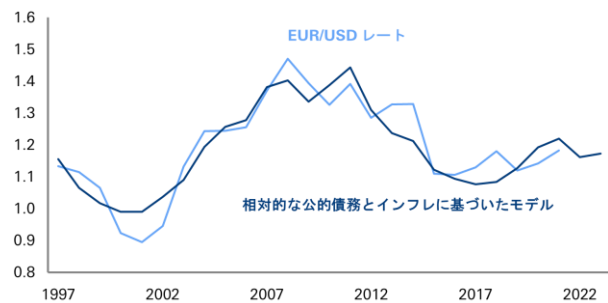
メツラーの為替予想モデルでは、相対的なインフレ率と相対的な政府債務という 2 つの変動要因のみを用いて、通貨の中期的な動向を非常に良く説明、予測することが可能であると考えています。

昨年、このモデルは今年末に 1.25 ユーロ/米ドルを予想していましたが、実際には米ドルが対ユーロで大きく上昇する結果となり、必ずしも正確な予想とはなりませんでした。当時パンデミックの状況下で政府債務のデータがいかに修正されやすいかを過小評価していたことが理由であると考えています。その後修正したデータを用いた予想では、2022 年に 1.16EUR/USD、2023 年に 1.17 ユーロ/米ドルの予想が示されています。

この一年の経験から、為替予想モデルでは、改訂の可能性のないデータのみを使用することが最善であることを再認識しており、2022 年に向けて、この点で通貨モデルを改良することを課題として位置付けています。

尚、経済協力開発機構 (OECD) が現在計算・予測している政府債務比率を基にした通貨予測の表 (右上) では、英国ポンドが主要通貨に対して顕著に弱くなるという興味深い予測が示されています。

EUR/USD の為替レートは横ばいの動きの可能性が高い



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021 年 12 月 31 日現在

為替レートの見通し

年間平均

	2021	2021 Model	2022 Model	2023 Model
EUR/USD	1.18	1.25	1.16	1.17
EUR/GBP	0.86	0.91	0.91	0.94
EUR/JPY	129.9	135.9	132.0	122.3
EUR/CHF	1.08	1.13	1.15	1.17
GBP/USD	1.38	1.39	1.27	1.24
USD/JPY	109.8	107.9	113.8	104.5
USD/CHF	0.91	0.91	0.99	1.00

出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー 2021 年 12 月 31 日現在



Edgar Walli

メッツラー・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. 害について一切責任を負いません。
9. 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。
10. 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。
12. 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。

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

W22-002