

## market:update

金融経済の見通し

2022年2月21日

## 当面のインフレ懸念は長期化するのか

インフレが定着するのは、実際に消費者が物価上昇を許容するだけの余裕がある場合のみだと考えられます。最近の米国と欧州の労働市場のデータは、力強い雇用の伸び、失業率の低下、求人数の増加等の面で力強さが示され、とりわけ、米国と英国では、賃金上昇も顕著に加速している様子が示される等、最近発表された驚くほど高いインフレ率と相俟って、両経済圏で賃金・物価スパイラルが発生している状況が見られます。インフレはもはや「一過性」ではなく、現実的な問題になっていると考えられます。

こうした状況下、中央銀行は既に、金融政策の転換を示唆しており、米連邦準備制度理事会（FRB）は早ければ3月に、欧州中央銀行（ECB）は今年第4四半期にも最初の利上げを実施する可能性が高く、ECBについては年内に2回、FRBは同6回の利上げを行うのではないかと予想しています。

## 主要金利の引き上げ可能性と、その経済に与える影響への質問

経済成長率が低下している局面で、主要金利を引き上げるのは金融政策の誤りではないか？

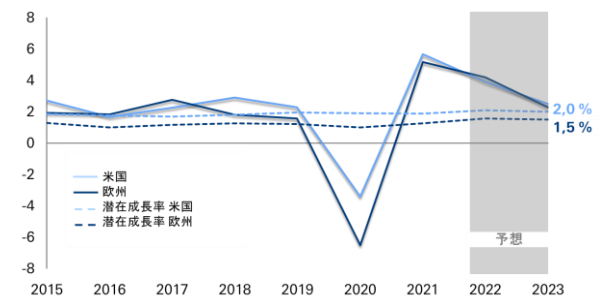
今年から来年にかけて、米国と欧州の経済成長は弱含むと考えられ、目下、取り沙汰されている利上げが、経済成長率の鈍化を加速させる可能性が高いと思われる。

しかし、2021年に於ける米国の経済成長率が5.7%、ユーロ圏は同5.2%であったことを考慮すると、これらの高い水準からの成長率の鈍化が起きたとしても、依然として力強い成長が示される可能性があるとして見ており、米国と欧州では共に、今年と来年の経済成長率が潜在成長率を上回る水準になるのではないかと考えています。

先週、ドイツの欧州経済研究センター（ZEW）が発表した2月の景況感指数は54.3と、前月の51.7から上昇し堅調な経済成長の見通しを裏付けるものとなりました。足元の失業率は、既に記録的な低水準にあると思われませんが、労働需要が労働市場への自然な供給を上回るスピードで伸びている為、今後は更に低下する傾向が見られる状況にあると思われれます。このような環境では、たとえ経済成長が鈍化しても、潜在成長率を上回る経済成長さえ示されれば、賃金・価格スパイラルが形成される可能性があると思われれます。

主要金利の引上げにかかわらず、米国とユーロ圏の成長率は潜在成長率を上回ると見られる

GDP 前年同期比：%



米国議会予算局および DG Ecfín の潜在成長率の推計値

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

実質賃金の低下と消費者心理の悪化は、景気後退の前兆なのか？

概して、経済成長率の予測が楽観的過ぎる、或いは今年予想される利上げが経済成長に与えるマイナスの影響が過小評価されている可能性も十分に考えられる為、引続き、米小売売上高、米鉱工業生産、フィラデルフィア連銀指数などの動向に注目して行きたいと考えています。

歴史的に、イールドカーブの勾配に着目することは、実際に景気後退が起きているか見定めるうえで非常に有効な先行指標になってきたと思われれます。米国とユーロ圏では、各々10年物国債利回りと政策金利のスプレッドが依然としてプラスを維持していることから、持続的な景気回復が示されていると考えています。また、個人家計は、当面の労働市場を非常に堅調と評価していると見られ、景気回復が持続する状況下では、実質賃金がマイナスになると、従業員が賃金交渉においてインフレ相当分に対する補償を求めるようになると考えられる為、賃金・価格スパイラルが実際に引き起こされる可能性が懸念されます。目下、消費者信頼感指数が低下していることは、足元のインフレ率の高さに要因があると考えています。

英国では、労働市場の堅調な状態が続いており、賃金・物価スパイラルが既に顕在化している可能性が高いと見られる為、今後も発表されてくる雇用及びインフレ関連のデータを注視したいと考えています。

# market:update

## 主要金利はどこまで上がるのか？

中央銀行の理想としては、需要が十分弱まり、インフレが再び抑制されるまで、ただし景気後退を起こすことなく、政策金利を引き上げることだと思われます。この場合、最適な政策金利の水準を測定することに非常に不正確な要素が含まれることが問題になると思われますが、イールドカーブの勾配は、これに対して良い指標を与えてくれると考えています。主要金利が、10年物国債の利回りを下回っている間は、中央銀行はアクセルから足を離すだけで良く、これが10年物国債の利回りを上回った際、中央銀行は経済を減速させる措置を取れば良いのだと思われます。

一方、既にインフレの力学が顕在化している状況が見られることから、年内にも国民の金融安定と中央銀行に対する信頼が揺らぐ恐れがあることも考えられます。その為、もしインフレが制御不能に陥るようなモメンタムが顕在化するような場合、中央銀行はインフレ率を上回る政策金利の引き上げを余儀なくされ、インフレがもたらす景気後退が出現する可能性が高いと思われます。

先月開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）の議事録では、急ピッチの物価上昇が長期化することへの警戒から現在の想定よりも早いペースの利上げが適切であるとの見方が示される等、FRBが金融当局者として偉大な信頼を失わない為にあらゆる手段を講じる用意があるとの明確な意志が示されたと考えています。こうしたFRBに対する金融市場参加者の高い信任は、最近の長期インフレ期待の低下にも表れていると見ています。

## 主要な利上げが株式市場の重荷になるのはいつか？

経験上、金利水準は株式評価に影響を与えると思われますが、金利が上昇すると、国債が株式に代わって再び魅力的な資産になり、株式評価額は下がる傾向になると思われます。また、金利上昇局面では、将来の利益の現在価値が低下する為、通常の場合、バリューストックの方がグロース株よりパフォーマンスが高くなる傾向が見られます。今年前半はインフレ率が高止まりする可能性が高い為、金利上昇によって市場が乱高下する局面が常に存在し得ることで株式市場のバリュエーションが圧迫される可能性があると考えています。一方、配当利回りや企業収益の伸びが引き続き堅調であることにより、前述のバリュエーションへの悪影響が減殺されると考えられる為、株式のトータル・リターンは概ね維持されるのではないかと見ています。

メッツラーでは、今年の欧州企業の利益成長率は9.0%、配当利回りは3.0%になると予想しています。これにより、総じて欧州株式のバリュエーションが12%を超えて下落した場合にのみ、欧州株式市場の2022年のパフォーマンスがマイナスで終わることが示唆されていると考えますが、一方これはインフレが実際に制御不能になる事態が顕在化するまで起こり得ないと考えており、目下メッツラーの基本シナリオではない旨お伝えしたいと思います。

以上

# market:update



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. 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。
10. 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。
11. 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

W22-006