

market:update

金融経済の見通し

2022年3月7日

ロシア・ウクライナ戦争：ドイツの対応、
市場の反応

米欧を中心とする西側諸国は、ロシアのウクライナへの攻撃を受けて、同国に対する広範囲な制裁措置を開始しました。これにより、各国とロシアとの商品貿易が途絶する可能性が指摘されており、ドイツのシュルツ首相もノルドストリーム2のプロジェクト承認停止を明らかにする等、欧州はロシアの天然ガスを受け取れなくなる事態が顕在化しています。一方、ロシアは原油の輸出を無制限に続けると見られることから、当面の価格高騰に関わらず、世界的なエネルギー危機に発展するシナリオは現段階では想定されないと見えています。

もっとも、欧州の企業や消費者の信頼感には負の影響が避けられないと思われ、欧州経済は今後数ヶ月に亘って低迷する可能性が高いと見えています。しかし、欧州連合（EU）の財政援助による政府支出プログラムやパンデミックの沈静化による経済再開などが前向きに寄与することで、深刻な景気後退は避けられ、今年後半には景気が回復に向かうと思われ、一方、米国はシェール革命により、もはやエネルギー輸入に依存しない体質を確保している為、米国経済がエネルギー調達の観点から影響を受ける可能性は低いと思われ、

こうした中、株式市場全体のボラティリティが高止まりし、商品価格が高騰する当面の市場環境が予想されます。欧州中央銀行（ECB）と米連邦準備理事会（FRB）は、高インフレ環境に配慮せざるを得ないと見られる為、金融市場に潤沢な流動性を供給し続けることは行わず、従来よりも遥かに慎重な姿勢で金融政策に取り組むのではないかと考えています。但し、それでも金融市場の機能は維持されると考えられることから、主要国の国債利回りは限定的にしか下がらないと見えています。

ドイツ政府は近いうちに、変化した状況に政策を適応させる必要があると考えられ、その際、次のような点を中心になると見えています。

1. 次の暖房シーズンに天然ガスが不足する可能性があり、ガスの配給計画を立てる必要がある。
2. 代替エネルギー、水素、送電線の拡大が、各国共同の取り組みで、大規模に加速される可能性がある。
3. ドイツ連邦軍の予算は、大幅に増加する可能性がある。

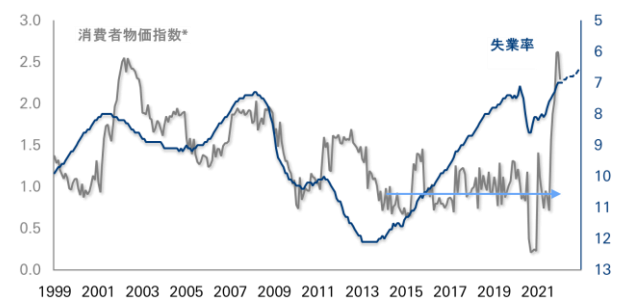
パンデミックと労働市場からは少なくとも良いニュース

最近の公表データによると、米国、英国、ユーロ圏で新型コロナウイルスの新規感染者数に急速な減少が見られています。又、同時に、これら3つの経済圏では、入院患者数についても低い数値が示されており、目下、益々多くの国が経済再開を進めている状況にあると思われます。こうした状況は、紛れもなく、労働集約的なサービス業の復活を伴って来ると考えられる為、これら3地域のサービス業の購買担当者指数等のデータを、当面の間、注視して行きます。

しかし、問題は、再開したホテル、レストラン、クルーズ船、大規模イベントなどの労働力がどこから来るかということにあると思われ、既に深刻な供給不足の状態にあると見られ、ユーロ圏では、足元の失業率がユーロ導入以来の最低水準にあることが示されています。米国でも近時は、失業率の低下が目立っており、昨年12月に求人数が失業者数を360万人以上も上回ったことが、実際の賃金上昇に寄与する状況が続いていると見られます。こうした状況を受け、賃金価格スパイラルのリスクについて考察を深めるべく、今後、公表される米国地区連銀景況報告（ページブック）にも注目して行きたいと考えています。

ユーロ圏 フィリップスカーブは再び機能しているか？

失業率と消費者物価指数*前年同期比：%



ユーロ圏では、労働力不足が深刻化する中、インフレリスクが顕在化しており、金融政策による対応策の必要性が高まっていると思われ、しかし、ウクライナ危機の進展次第では、欧州中央銀行（ECB）は、インフレ率が上昇する一方、経済成長率が低下するという板挟みの状況に立たされる可能性があり、恐らくECBは、中立の政策を図るのではないかと考えられます。

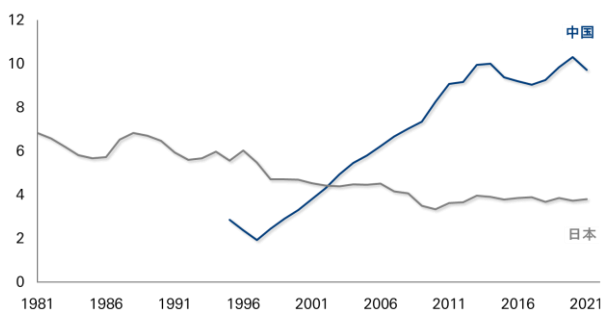
market:update

中国: 経済成長の見込みは緩やか

中国は、高額な負債と巨大な不動産市場に悩まされており、昨年、住宅建設の活動は対GDP比で約10%弱を占めました。これに対し、日本では1980年代の不動産バブル期に同6~7%であったことを考えると中国の不動産バブルの規模がいかに大きいものであるか分かります。

中国 特大サイズの不動産市場は縮小の見込み

住宅建設の対GDP比率



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

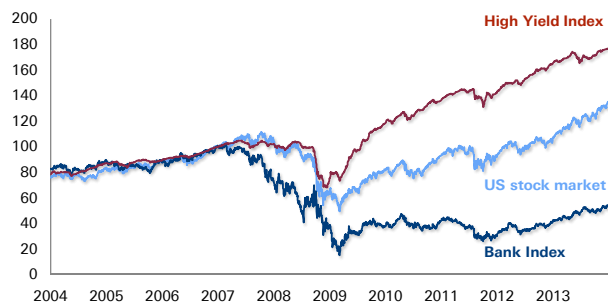
中国の人口は、2010年以降の日本と同様、2023年以降は減少に転じると予想されており、これを勘案すると、中国の住宅建設は過度の供給過剰になっていると考えられます。しかし、中国では多くの人々が都市に移り住む流れが続いている為、日本のように住宅建設のシェアがGDPの4%程度まで落ち込む必要はないと思われます。例えば、都市部に居住する人の割合を見ると、ドイツが人口の約77%、アメリカは同約82%であるのに対し、中国では同約65%とのデータがあります。中国では、足元の水準が2010年の同約50%からすでに大きく上昇していますが、今後は更に上昇する可能性もあると考えられます。恐らく、中国経済にとって、今後数年間は、GDPに占める住宅建設の割合が6%程度であれば、持続可能な水準であると思われるが、これは現在の水準から縮小する必要があることを意味しており、経済成長を押し下げることになると考えています。

中国政府は、不動産会社の負債比率を厳しく規制して、すでに多くの不動産会社が倒産する等、信用収縮プロセスが開始されています。問題は、その結果、銀行システムが危機に陥り、他のセクターへの融資が制限される等、負の波及効果があるかが留意されます。この点に関し、最近の研究では、銀行危機にはパニックを伴う場合と伴わない場合の2つのタイプがあることが示されており、パニックを伴う危機の例として、リーマン・ショックが、パニックを伴わない危機の例としては、1980年代末に起きた日本の株式・不動産市場バブル崩壊の事例が挙げられています。

この研究では、2つのタイプの銀行危機の各々において、銀行株価は前段階で約30%下落していたことから、このことが危機を予兆する良い指標であったことが示されています。米国を例にとると、2008年1月に銀行株指数の下落率は既に-30%の臨界値を超えていましたが、株式市場全体やハイ・イールド市場が反応したのは、実際にリーマン・ブラザーズが倒産し、パニックの引き金となった後であったことが示されています。

大不況下の米国を例とした景気先行指標としての銀行株式

Datastream Equity Index and ICE BofA High Yield Index 2007年1月1日を100として指数化

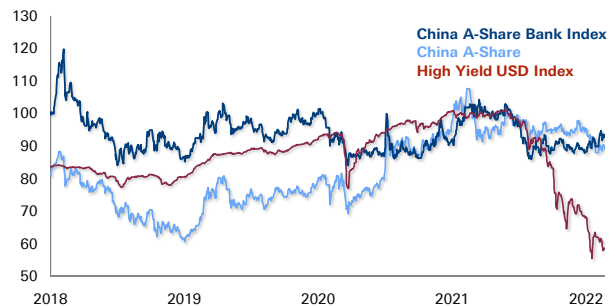


出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー 2022年2月22日現在

中国では、銀行株指数が、2021年5月から8月にかけて顕著な下落を見せましたが、この下落率は約17%と臨界値である-30%を大きく下回っており、中国の銀行システムは、発生し得る貸し倒れに対して十分対処出来ると考えています。一方、債券投資家は、米ドル建ハイ・イールド指数の推移が示すように、大きな損失を被っていると見られます。

中国 銀行株の安定的な推移

Datastream Equity Index and ICE BofA High Yield Index 2021年1月3日を100として指数化



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー 2022年2月22日現在

上図では中国の銀行システムが非常に安定していることが示されていますが、このことは中国経済の下振れリスクが現在のところむしろ限定的であることを意味していると考えています。但し、住宅用不動産セクターの縮小に

market:update

よる影響を考慮すると、今年の中国の経済成長率は4.0%程度に留まると予想しています。



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

W22-008