

## market:update

金融経済の見通し

2022年4月4日

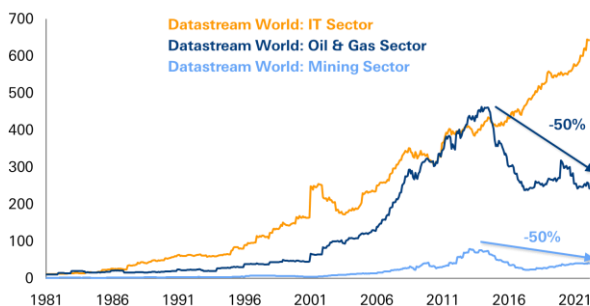
## 原材料の不足は長引く可能性がある

近時、スタグフレーションや供給ショックが話題になりますが、これは財・サービスの供給が、需要に対して相対的に低下することを意味しており、需要が満たされなくなるにより物価上昇が起こる状態と考えられます。メツラーでは、従前よりこのようなショックが発生するリスクが高いと考えていたことから、年初に2022年の世界経済の成長率予想を0.9%ポイント引き下げ、インフレ率予想については1.5%ポイント引き上げました。但し、今年の世界経済がリセッションに直面するとはまだ見ておらず、とくに米国では、イーロードカーブの形状以外に、消費者信頼感指数が、早期に景気後退を押し量る優れた指標になると見えています、これが現在のところまだ臨界点から程遠い状況にあると考えています。

今後数年間は、商品需給ギャップがさらに拡大することにより、世界経済が景気後退に陥るリスクは高いと見えています。とりわけ足元は、中国の新型コロナウイルス感染状況の悪化も相俟って、世界のサプライチェーンが依然としてストレスを抱え、供給制約に緩和の見通しが立て難い状況だと思われる。又、こうした状況の背景にある原材料不足が、根本的な問題だと思われることが憂慮され、実際に世界の石油・ガス・鉱山会社の設備投資は、2014年以降で約50%減少しています。名目投資支出は、世界的なITセクターでは変動を伴いながら実質的に増加傾向を示す長期的な推移となっていますが、2014年以降の資源関連セクターにおける投資支出は、構造的な減少が明確に見られており極めて異例な状況だと考えています。

## 原材料の構造的な不足

Datastream World Index で表される企業の設備投資額 (単位: 億米ドル)



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2022年2月28日現在

## 世界経済は商品不足とインフレ圧力に悩まされる

2008年の金融危機以前は、新興国市場の成長に対する楽観的な見方から、商品分野への大きな投資ブームが続いていましたが、金融市場危機とその後の回復の遅れに

より、相当な過剰設備が生じたことが明らかになり、投資意欲は減退しました。とりわけ、コモディティ分野の企業が投資プロジェクトに必要な長期資金を得ることが困難な状況となり、その後、ESG関連の機運と要求が高まったことも背景にあると考えられます。さらに、昨年はパンデミックに対する各国政府の大規模な支援の効果もあり、急激な経済回復が起きたことが、足元の原材料の供給不足を引き起こしています。こうした状況は、たとえ投資支出が再び増加したとしても、商品の追加供給が再び世界市場に現れるまでには、恐らく少なくとも3年から5年程度の期間を要すると考えられ、世界経済は今後数年間、恒常的な原材料不足に対処することになると思われる為、高いインフレ圧力に直面することになると見えています。

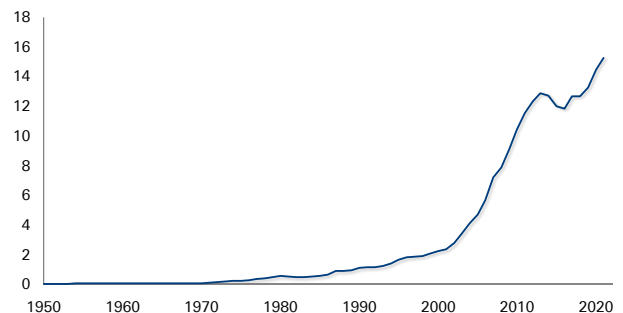
## 外貨準備をコモディティにシフト

国際商品市況の逼迫した需給状況とは別に、今後、政府系ファンドによる追加的な商品需要が起こることで、商品価格が上昇傾向を強める可能性があると考えています。現在のロシア中央銀行のように、中央銀行の外貨準備が全面的に凍結された例は、歴史的にも例がないと思われ、緊急時に自国通貨を安定させ、必要な輸入品の支払いを可能とすべく保有される外貨準備が、必要時に凍結されて本来の目的が失われてしまう事態が表面化したことは憂慮されており、現在、約15兆3,000億ドルとされる世界の外貨準備高の殆どが米ドルで運用されている事実には焦点が当たっていると思われます。

## システム変革の前にグローバル化?

## 中央銀行の世界的な外貨準備高

(単位: 兆米ドル)



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

この状況を受けて、各国の外貨準備運用担当者やソブリン・ウェルス・ファンドは、外貨準備の一部を米ドル以外の対象へ移行することを真剣に検討するのではないかと考えられ、この場合、米ドルから金へ一定のシフトはあり得るものの、金は自国通貨の買い支えや輸入代金と

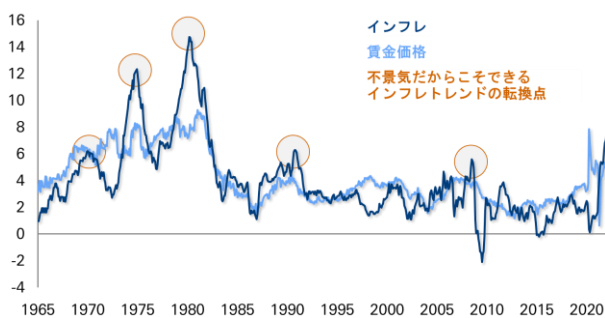
# market:update

して直接的に利用可能ではないことから、むしろ実態経済や国民生活にとって必要不可欠で保管が可能なコモディティ商品（エネルギー・金属・食品）へシフトすることが有益であろうとの考え方が存在するようです。又、今後、各国が新たな外貨準備の積み増しを回避する為に外国為替市場での介入を減らす可能性が高いと思われることから、米ドル為替レートは構造的に弱くなると考えられ、米国の経常収支赤字の減少と共に、国債利回りには上昇圧力が掛かると考えています。さらに米国の経常収支赤字の縮小は、投資資金を調達する為の国内貯蓄の減少を意味すると思われる。

## 第二ラウンド効果によりインフレ・スパイラルが動き出す可能性がある

現在、我々が目にしているのは、1970年代のスタグフレーションを彷彿とさせるような環境ではないかと思われれますが、一方で供給ショックだけではインフレ亢進のプロセスは発生しないと考えています。例えば、原油価格が1年以内に50ドル/バレルから100ドル/バレルに上昇した後、その水準で安定した場合、インフレ率は1年間だけ上昇しますが、翌年には元の水準に戻るようになる為、中央銀行がこれに反応して、主要金利を引き上げるのは間違いになると考えられます。しかし、労働者がこの一時的なインフレ率の上昇に対して高い賃金要求をすれば、いわゆる第二ラウンド効果が生じ、賃金価格スパイラルが発生する可能性が高いと考えられます。この場合、中央銀行は、有害なインフレ・スパイラルの出現を、余裕をもって防ぐ為、出来る限り早期に主要金利を引き上げることが望ましいと考えています。

## 米国：賃金価格スパイラル上昇のリスク (単位：前年比(%))



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2022年2月28日現在

米国では、すでに高賃金のダイナミクスを示す明確なシグナルが観測されており、2月の月間平均時給は5.1%上昇し、1980年代以来の高水準になっていると見られます。従って、金融市場が米国の主要金利について、2023年半ば迄に3.0%に引き上げられると予想していることは、然程、意外なことではないと考えています。

ユーロ圏では、今のところ賃金上昇を加速させる兆候は見られておらず、ドイツでこの夏から秋にかけて実施が予定される金属・電機産業と公共部門の団体交渉の結果が待ち望まれている状況かと思われれます。とりわけ、ドイツでは、失業率が記録的な低水準で推移している状況にあり、今年度は年金給付について最大6.14%の増額が行われた事実が、労働者にとって同等の賃金要求を行う為の交渉材料になると考えられます。現在、金融市場関係者は、欧州中央銀行（ECB）が2023年末までに主要金利を1.0%まで引き上げる可能性があるかと予想していますが、もしも1970年代との比較が妥当なものであり、インフレ率が高水準で推移すると考える場合、こうした金利水準の期待値が依然として低過ぎることが判明する可能性があるかと見ています。実際、過去には、高インフレ環境から通常インフレ環境への転換は、高金利の結果として、総需要が減少したとき、即ち、景気後退のときにのみ達成されるものであったことは留意されます。

## 金融市場への影響

主要金利の上昇と高いインフレ率は、通常、国債利回りの上昇、即ち、債券価格の下落を助長するような環境を意味し、景気後退のシグナルが強まった時に初めて、債券、とりわけ国債の投資魅力が復活すると思われれます。しかし、現時点では、世界同時不況が現実的に到来する可能性は、早くても2024年までは無いのではないかと見ています。株式市場については、1970年代は非常に不安定な時期であったと思われれますが、基本的には、主要金利の上昇と高インフレがバリュエーションの低下、即ち、株価収益率の低下をもたらす傾向があることが確認されており、つまり、今後数ヶ月の間に株式市場が値崩れする危険性は高いのではないかと考えています。このように、足元の株式市場は、短期的な価格変動リスクと、長期的には依然として高いパフォーマンスを実現する潜在的な可能性との狭間にある状態だと考えています。

## 中国：スマートな経済政策

中国の不動産市場は、目下、危機的状況に直面しており、多くの不動産会社が既に破産申請を行わなければならない状態だと見ています。かつて、諸外国で同様の事態が発生した場合、銀行は大規模な貸出債権の償却を余儀なくされ、自己資本が毀損することで、国家によって救済される事例が多く見られました。国の施策として「バッド・バンク」が設立され、そこに問題債権を移管し、健全な「残存銀行」は再び民営化される手法が良く利用されていたと思われれます。こうした場合、銀行は危機に陥っている間、实体经济への融資を制限することが多かった為、それが不況を悪化させる事例も多く見られました。エコノミストによると、中国では、すでに設立された国営の「不良債権銀行」が、銀行から問題債権を買い取っており、これにより、銀行は安定した資本状態

# market:update

を保ち、制限なく実体経済への融資を継続することが可能になったとされています。中国では、これにより、景気後退に対するリスクが、かなり軽減されていると考えることが出来る為、購買担当者景気指数などに現れてくる可能性があり、同国では新柄コロナウイルス感染の波

も、概ねピークを迎えたと見られることから、今後の動向を注視して行きたいと考えています。



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。
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

W22-012