

## market:update

金融経済の見通し

2022年4月25日

## 四半期見通し

**債券市場：インフレの脅威は払拭されておらず政策金利は予想以上に上昇する可能性あり**

1-3月期に欧州債券市場は大幅なマイナスとなりました。ICEバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの指数では、ユーロ圏の国債及び社債はそれぞれ約5.3%のマイナスとなりました。社債は、スプレッドは拡大しましたが、国債よりも高い利回りにより、国債と同様のリターンとなりました。ロシアによるウクライナ侵攻を受けて投資家が安全資産である国債に「質への逃避」をしたのは短期間に限られ、3月中旬には独10年国債利回りは年初来高値を更新しました。これは、米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）の2大中央銀行が、当四半期にインフレが顕著になったなか、金融引き締め姿勢を堅持したためです。消費者物価指数は3月にユーロ圏で前年比+7.5%に、米国で同+8.5%に上昇しました。

インフレの脅威はまだ払拭されておられません。商品価格の上昇、サプライチェーンの混乱、賃金モメンタムの上昇により、今後数ヶ月インフレ率の高止まりが予想されます。従って、中央銀行が予想以上に政策金利の引き上げを迫られるリスクは依然として残っています。高いインフレ率のために、実質政策金利は著しくマイナスになっています。仮にインフレ率が5%に低下しても、中央銀行が実質政策金利を0%にするためには政策金利を5%に引き上げなければなりません。したがって、金利上昇リスクはまだ残っているとみています。景気を引き締めるためには、金融政策のみならず財政政策の変更も必要となるでしょう。例えば、米国の政策金利が5%に上昇した場合、米国政府の利払いは約1兆米ドル増加することになります。この追加的な利子収入は、少なくとも一部は消費に回され、経済の減速にはほとんどつながらないでしょう。金融政策が適切に機能するためには、増加した利子所得分を増税により回収し、追加的な消費機会を減らすことが重要でしょう。もちろん、米国で増税が現時点で政治的に可能かどうかは興味深い問題です。国債が再び投資魅力を有するようになるのは景気後退の兆しが強まった場合のみと思われそうですが、早くても2023年後半までその兆しはないとみています。

**株式市場：高インフレと金利上昇により株価はさらに下落する可能性あり**

1-3月期は株式市場もマイナスとなりました。MSCI欧州指数は約5.2%、MSCIワールド指数は約4.5%のマイナスとなりました。MSCIエマージング・マーケット指数は

約6.1%も下落しました（以上、全て現地通貨建て）。意外にも、株式市場はウクライナ戦争開始時の急落からすぐに回復しましたが、高インフレと中央銀行による政策金利の大幅な引き上げが予想されたため、株式市場はマイナスで四半期を終えました。

株式市場の調整はまだ終わっていないとみています。歴史的に、高インフレと金利上昇は、株価収益率（PER）でみた株式市場のバリュエーションに低下圧力となる傾向があります。FRBは早ければ5月にも債券売却/バランスシート縮小を開始するとみられますが、これは株式市場から過剰流動性を吸収することになります。原材料費と人件費の高騰は、株式市場にとってさらなる下方圧力となる可能性があります。全ての企業がコスト上昇分を最終価格に転嫁できるわけではなく、そのため次の決算期には、企業は利益率への低下圧力にますます悩まされる可能性があります。その結果、株式市場は今後数ヶ月間で二番底に直面する可能性があります。その後、低いバリュエーションを背景に再上昇の好機が訪れるとみえます。しばらく関心の薄かった日本株は、ファンダメンタルズが健全であること、バリュエーションが既に低いこと、堅調な収益成長が見込まれること、金融緩和と政策が継続されていることなどから確かに上昇の可能性があるかとみえます。日本の2月消費者物価は前年比+0.9%に過ぎませんでした。

**ユーロ圏経済：ウクライナ戦争は欧州にとってスタグフレーション・ショック**

ウクライナ戦争は、東西冷戦終了後1990年以来の平和秩序が疑われるほど、欧州及び世界に衝撃を与えています。例えばドイツは、軍事費をGDPの約2.5%（1990年）から約1.1%（2015年）へと削減しましたが、その結果、防衛力が不足しています。そのため、ドイツを含む多くの欧州諸国は、今後数年間で軍事費を大幅に増加させる計画を既に発表しています。同時に、ウクライナ戦争によって、欧州がロシアからの原材料輸入に依存していることが改めて露呈しました。今後数年間、欧州諸国はロシア以外の国からの原油や天然ガスの輸入を増やす一方で、代替エネルギーへの転換を進めることとなります。問題は、欧州諸国が代替エネルギーへの投資を拡大することが実際に可能なのか、それとも官僚的なハードルによってそのスピードが遅くなってしまおうのか、という点です。加えて、欧州諸国はデジタル化の分野で米国や中国に遅れをとっているため、当該分野への投資も必要です。このように、欧州は非常に大きな課題に直面しておりますが、特にウクライナ戦争の帰趨は全く不透明です。

## market:update

経済面では、欧州はスタグフレーション・ショック、つまり供給ショックに見舞われています。エネルギー、原材料が不足し、サプライチェーンが混乱するなか、ユーロ圏の2022年の成長率は年初予想の前年比+4.0%から下方修正し、同+2.0%に留まる可能性があると考えています。同時に、今年のインフレ率は同+6.0%に達すると予想しています。通常、金融政策はスタグフレーション・ショックに対応せず、原材料や中間製品の価格上昇圧力が再び落ち着くまで待つべきものです。しかし、現在の高いインフレ率には二次的効果、特に高い賃金上昇のリスクがあり、ECBの金融引き締めは確かに理にかなっているように思われます。ドイツでは今年、旧連邦州（旧西独）では5%以上、新連邦州（旧東独）では6%以上の年金増額がありました。これも従業員の賃上げ要求を高める可能性があることは間違いないでしょう。ECBの利上げは0.25%刻みで2022年に2回、2023年には4回を見込んでいます。

**米国経済：FRBは今年、合計7回の利上げを実施すると予想**

1-3月期、高すぎる米国のインフレと賃金データはサプライズとなりました。これらは、すでに賃金価格スパイラルが発生している可能性を示唆しています。FRBはこれに対し、3月に政策金利を0.25%引き上げ、5月の次回会合では政策金利が最大0.5%引き上げられる可能性が示唆されました。FRBは今年、残り全ての会合で政策金利を引き上げると予想しており、したがって合計7回の利上げを見込んでいます。5月と6月に0.5%、その他の会合で0.25%の利上げを見込んでいます。その結果、年末の政策金利は2.25~2.50%になると考えています。3月の米10年国債利回りは2.3~2.5%の水準で取引されていましたが、イールドカーブ（政策金利と米10年国債利回りの差）は今年を通して顕著にフラット化する可能性が高いでしょう。2023年にFRBが政策金利をさらに引き上げれば、逆イールド化する可能性すらあります。

メツラー・アセット・マネジメント GmbHではイールドカーブを次のように解釈しています。10年国債利回りは、景気をふかしも冷やしもしない中立金利の水準に対する金融市場参加者の評価を反映したものです。したがって、政策金利が10年国債利回りを下回れば金融政策は景気拡張的といえます。しかし、イールドカーブが逆イールド化すると、景気にブレーキがかかり、概ね6~12ヵ月後に景気後退に陥ることが多いです。従って、今年、米国が景気後退する可能性はかなり低いと考えています。しかし、来年以降は、FRBの利上げ回数次第でそのリスクは高まるでしょう。労働市場に関する消費者信頼感調査は、1~3ヶ月のリードタイムで、驚くほど優れた景気後退の先行指標となります。この指標は現時点でも非常に良好で、今年の景気後退リスクが低いことを裏付けています。しかし、米国経済の成長率が今後数四半

期で2.0%に向かって減速することは否定できません。その理由は、財政政策による景気押し上げ効果の反動減で、昨年は大規模な景気刺激策が実施されましたが、今年その再来とはならないでしょう。政府支出は大幅に減少することになります。

**アジア経済：日本は低成長の後でキャッチアップのポテンシャルあり、中国は4%成長に留まる可能性あり**

日本に目を向けると、経済成長率が2019年に前年比▲0.2%、2020年に同▲4.5%となった後、2021年は同+1.6%と期待外れな成長率にとどまりました。日本は、新型コロナウイルスのワクチン接種の開始が非常に遅かったため、経済は長い間ハンドブレーキをかけた状態でした。政府による感染拡大防止のための規制と消費者の慎重姿勢もこれに拍車をかけ、昨年は消費停滞が象徴的に示されました。しかし最近では、新規感染者数の減少傾向が定着してきました。日本も欧米諸国と同様、新型コロナウイルスと共存する道を歩み、新たな対策で国民生活を制限することはなくなりつつあるようです。個人消費は、パンデミック以前のトレンドからまだ5%程度低いと推定され、今年は相当なキャッチアップの可能性ががあります。

また、基本シナリオとして、企業の投資意欲の回復も期待されます。一つの論拠として例えば、厳しい経済環境にもかかわらず、日本企業の利益率は2021年10-12月期に6.3%と過去平均（1960年以降）の3.2%を大きく超えて過去最高を更新しました。利益率の顕著な上昇は構造的なものであると考えており、これは日本企業にとって投資を拡大する大きな理由になるとみられます。その基盤は、2014年の「スチュワードシップ・コード」、2015年の「コーポレート・ガバナンス・コード」に代表される日本政府の改革によって築かれました。為替円安も、今後数ヵ月間の輸出を後押しするはずですが。

感染力の強いオミクロン変異株は現在、中国でますます拡大しています。しかし、中国政府は「ゼロ・コロナ」政策を堅持しており、感染が広がった地域や都市は何度も封鎖されています。そのため、3月の製造業購買担当者景気指数（PMI）の大幅な下落に見られるように、生産停止が繰り返されています。また、サービス業、特に観光業は、パンデミック抑制のための政府による規制の影響を受けています。同時に、不動産市場にもまだ回復の兆しが見えません。中国政府が掲げる5.5%の成長目標は、今年達成するのは難しいようです。メツラー・アセット・マネジメント GmbHでは、成長率が4.0%に留まる可能性が高いと見ています。しかし、政策金利及び預金準備率の引き下げ、政府の新たなインフラ計画などが期待されます。忘れてはならないのは、中国の人口増加が今年に終わりを迎えるであろうことで、その場合4.0%の経済成長が一人当たり成長率の上昇によっても

# market:update

たらされることを意味します。一人当たり成長率が4.0%上昇することは、中所得国の経済としては異例の伸びです。



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、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、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

W22-015