

## market:update

金融経済の見通し

2022年5月16日

## 米インフレ率の動向：金融市場への影響

米労働省が発表した4月のインフレ率に注目が集まっています。とりわけ、米連邦準備理事会（FRB）が、インフレを制御するうえで重視していると見られるエネルギーや食料品を除くコア・インフレ率（対前年比）は、3月の6.5%から4月には6.0%程度まで鈍化した可能性があるとの大方の予想に対して、実際に発表された数値は6.2%と予想ほどでないながら前月より減速しました。

これを受けて、市場関係者の間ではインフレが暫く高水準に留まる可能性が高いとして、米金融政策の利上げ路線を変え得るものではないとの声が聞かれる一方、一定の減速が見られたことに注目し、コア・インフレ率が2012年から2019年までの平均的な水準に向けて回帰しつつあるとの見方も示されていると見られます。

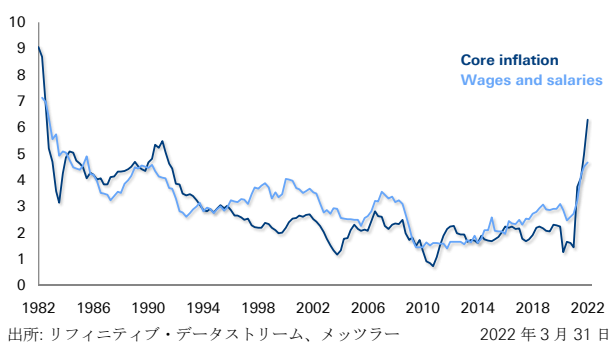
## 賃金動向はコア・インフレ率の低下を示唆せず

足元の金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）による十分な回数の主要金利の引き上げがすでに織り込まれていると見られ、インフレの上昇トレンドが反転して下方に向かった場合でも、国債市場への影響は限定的ではないかと考えています。

ここで、足元の賃金動向が高水準であることが、前述のシナリオを否定し得るものになることが留意されます。歴史的に見ると、コア・インフレ率と賃金動向の間には密接な相関関係が観察されています。実際に2022年第1四半期に米国の賃金と給与が5.0%弱の上昇であったことから、コア・インフレ率も今後数ヶ月間で、この水準に落ち着く可能性があるのではないかと見ています。

## 米国：賃金価格スパイラルに対して主要金利の大幅な引き上げが必要になる可能性

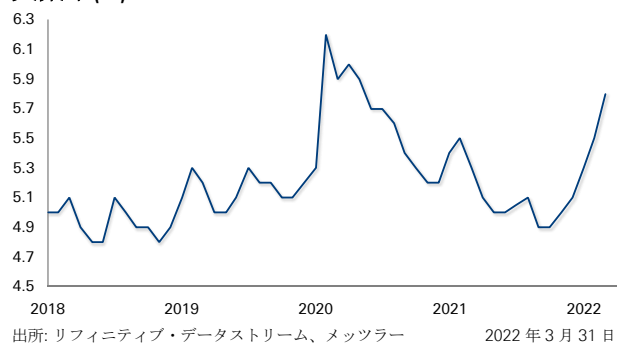
単位：% 対前年比



このような状況下、実質金利がプラスであってこそ、インフレの高進に対して抗うことが可能になると考えられる為、米連邦準備制度理事会（FRB）は、プラスの実質金利に戻すべく主要金利を5%以上に引き上げなければならない可能性が高いと見ています。かように米国には金利上昇の大きなリスクが依然として残っているのではないかと考えています。

## 中国の景気後退について

今週、中国の経験豊富なプライベート・エクイティ・マネージャーが、現地の経済状況は極めて厳しく、2008年に欧米を中心に発生した経済危機にさえ匹敵するとコメントするのを耳にしました。中国の失業率が2021年10月の約4.9%から今年3月には約5.8%に上昇したとされることは、足元の中国経済が不況傾向にあることを顕著に示していると考えられます。

中国：労働市場は景気後退を示唆  
失業率(%)

ドイツの主要経済誌ハンデルスブラットによると、中国では現在45の都市が、ロックダウンにより全面的または部分的に封鎖されています。これらの都市は、中国の経済生産の約40パーセントを直接または間接的に担っているとされ、なかんずく、経済・金融の中心地である上海は、約5週間前から殆ど封鎖された状態で未だ終わりが見えない状況にあると思われます。今後は、このロックダウンによる影響が中国の輸出全体をどの程度減速させているか統計数値に注目して行きたいと考えています。それとは別に、中国では不動産市場の危機が引き続き経済成長に重く押し掛かっています。不動産市場の動向は、傾向として景気サイクルを先取りすることが分かっており、全体の経済動向を占う上で良い先行指標になると考えています。

従って、今後は銀行貸出の動向を示す統計が非常に弱いものになるのではないかと予想しています。

# market:update

ここで中国の今後の見通しに2つの疑問が生じます。

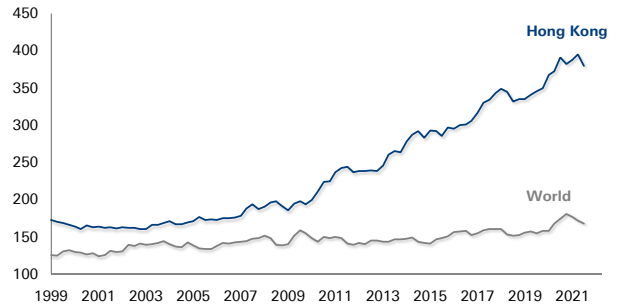
1. 中国政府は5.5%の成長目標の実現に固執していますが、根拠となるインフラ計画は厳格なロックダウン下で開始可能なのか？いつなら計画開始の条件が整うのか？
2. 当該インフラ計画は、中国経済の新たな持続的回復の先駆けになるのか？単なる一時的なものに終わるのか？

実際、夏場に向けて気温が上昇することで新型コロナウイルスの感染率が再び低下し、インフラ・プロジェクトが実施可能になることは考えられます。今後、数週間で中国経済が復活する可能性は十分にあると見ていますが、取りも直さず、不動産市場が回復しないことには、そのような景気回復は一過性のものに過ぎないと考えています。

## 香港でも経済危機か

香港ドルは、米ドルペッグ通貨であり、香港金融管理局（中央銀行）は、香港ドルの貨幣発行量に見合う米ドルを保有することで香港ドルの信用を保証するという「カレンシーボード制」が採用されています。この為、香港金融管理局は米連邦準備制度理事会（FRB）の金利決定に平仄を合わせなくてはならず、香港には金融政策の自由度が事実上ないということになる為、米国の金利が急激に上昇すると、香港経済にも影響が及ぶことが考えられます。香港の民間債務は対GDP比で約380%あり、世界平均が同170%以下であることを考慮すると非常に高水準だと言えます。その為、米国の金利上昇によるショックは今後数四半期で金利負担を顕著に増加させる可能性があると共に、香港の人口が減少していることも懸念材料として考えられます。

## 香港 民間部門の債務が過去最高 企業および家計の債務残高の対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9月30日

このような背景から、中国の景気後退の影響もあり、香港では景気の低迷が長期化する可能性があるとして予想されます。とりわけ貸出残高の多い銀行では貸倒れが増加する可能性を指摘する報告が増加していると見られます。



Edgar Walli

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。
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。