Promotional material published by Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 6 月 6 日

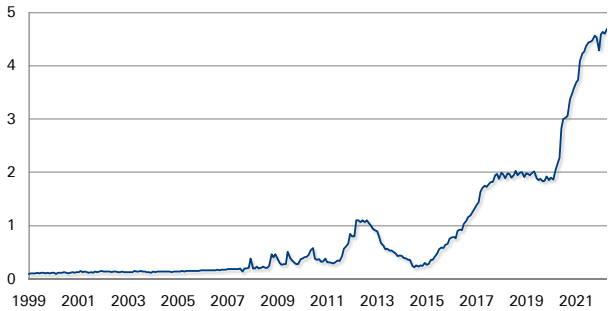
利上げは欧州銀行セクターに追い風

2008年の金融危機以前に伝統的な金融政策が機能していた頃は、中央銀行はインターバンク市場の流動性を調整することで政策金利をコントロールしていました。中央銀行が利上げを決定すると、債券の売りオペレーションでバランスシートを縮小させ、インターバンク市場の流動性を減少させます。この世界では、欧州中央銀行（ECB）は政策金利を引き上げる前に、バランスシートを数兆ユーロ縮小しなければならないでしょう。

新しい世界では、ECBはその膨張したバランスシートにもかかわらず、政策金利を引き上げることが可能とみられます。なぜなら、ECBは中銀預金に対する金利を銀行へ支払い、そのため銀行は資金を金融市場で運用せずとも、ECBに預ける強い動機があるからです。

ECB のバランスシートと金利政策の分離により、銀行は中銀預金に対する利子収入を期待

商業銀行の ECB への預金額（単位：兆ユーロ）



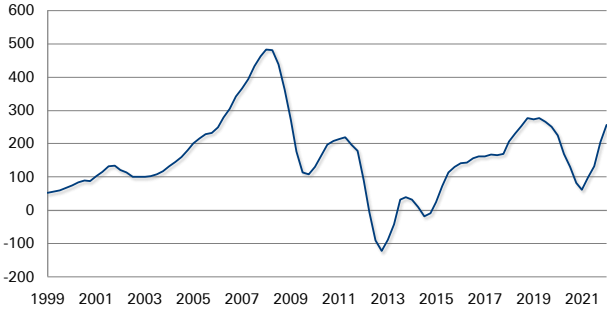
出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年3月31日現在

現在、銀行はECBに約4.7兆ユーロの預金を保有しています。これらには本来0.5%のマイナス金利が課され、年間235億ユーロの損失が発生することになるはずです。しかし、ECBは2019年に階層化制度を導入し、中銀預金の大部分をマイナス金利の対象から除外しています。さらに、銀行は一定の貸出増加目標を達成すれば、マイナス金利でECBからターゲット型長期流動性供給(TLTRO)を受けることができます。全体として、ECBのマイナス金利による銀行システムへの負担は、むしろ限定的であると思われます。

金融市場は、来年10月までにECBが政策金利を1.5%まで引き上げることを織り込んでいます。この場合、ECBは毎年約700億ユーロの利子を銀行に支払うことになります。リフィニティブのEMU銀行株指数に含まれる39行の総資産は約24兆ユーロである一方、ECBによるとユーロ圏の全銀行（非上場銀行を含む）のバランスシートの総額は約38兆ユーロです。単純計算で、同指数に含まれる39行は、ECBから約450億ユーロの利子を受け取ることになります。なお、これらの銀行は、2022年1-3月期に過去4四半期の合計で約2,500億ユーロの利益を計上しています。

2009 年以降、ユーロ圏の銀行は成長モメンタムが弱い

リフィニティブのEMU銀行株指数に含まれる39行の利益（単位：10億ユーロ）



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年3月31日現在

したがって、政策金利が1.5%まで上昇した場合、同指数に含まれる39行の利益は、2022年1-3月期と比較してこの効果だけで約20%増加する可能性があります。

もちろん、銀行セクターの業績に影響する要因は他にもあります。通常、金利の上昇局面では、銀行の利ざやは改善しますが、金利上昇は貸倒率の上昇も招き、銀行は貸倒引当金を増やさなければなりません。さらに、経済成長が減速するリスクもあります。

ここでは、ユーロ圏の銀行収益について、量的緩和により膨張したECBのバランスシートが与える影響のみを検証しています。ECB理事会メンバーの発言から、ECBが当面バランスシートを縮小するつもりはないことが示唆されます。このような状況は経済史上かつてなかったことであり、将来の銀行業績にポジティブサプライズをもたらす可能性があります。

このように、金利がプラスのときにECBのバランスシート上の国債を縮小することは、利点に乏しいとみられます。ECBは銀行に利子を支払う必要があり、国に移転できるはずの中央銀行の利益が減少するのです。

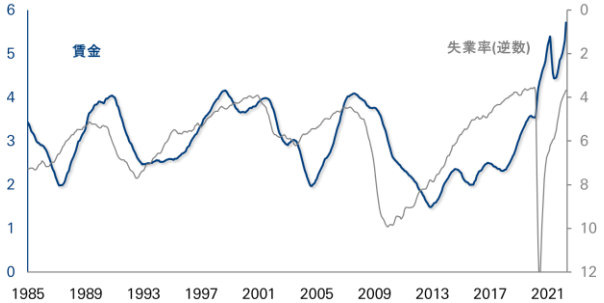
インフレと金利の見通しにとって重要な賃金動向

インフレの二次的効果は、企業の販売価格引き上げと労働者の賃上げ要求の高まりを伴いながら、インフレの勢いがインフレ期待を変化させることによって生じます。

米国の4月の賃金上昇は前年比+5.5%で、労働生産性の上昇を同+1.5%とすると、単位労働コストは同+4.0%の上昇となります。企業の利益率が変わらないとすると、これは同+4.0%のインフレを引き起こすことになります。米国連邦準備制度理事会（FRB）の観点からは、賃金上昇が同+3.0～同+4.0%に減速したときに初めてインフレ対策に成功することになります。

歴史的に賃金上昇が減速するのは失業率が上昇したときのみ

（前年同期比(平滑化) %）



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年3月31日現在

しかし、歴史的に見ると、賃金上昇率の減速は、失業率の上昇を伴ってるものと考えます。失業率が過去最低水準であるにもかかわらず、賃金がやがて減速すると期待するのは希望的観測に過ぎないように思われます。つまり、賃金が高水準で推移する限り、FRBは金融市場にすでに織り込まれている以上に政策金利を引き上げなければならないリスクがあります。

興味深いことに、労働市場の状況に対する消費者センチメントは、将来の賃金動向の重要な先行指標となります。これまでのところ、消費者の労働市場に対する評価は、異例に強いものとなっています。

すでに景気減速の兆候は出ており、直近では特に不動産市場において顕著です。しかし、マクロ経済全体として後退する兆しはまだみられません。減速の原因が需要と供給どちら側の問題なのかはっきりしない場合もあり、建設活動の減速が不動産価格の上昇を伴っていれば、それはむしろ供給側の問題と指摘できます。

ユーロ圏：予想外に安定

5月の購買担当者景気指数(PMI)は安定した値を示し、4月の失業率も前月に引き続き過去最低を維持しました。しかし、これは同時に、賃金価格スパイラルのリスクを上昇させます。ユーロ圏のコアインフレ率が前年比+3.0%以上と高い伸びが続くと、現在市場に織り込まれているよりも大幅な利上げが必要になる可能性があります。

中国：政府の景気刺激策はすでに効果を発揮しているのか？

政府の厳格なゼロコロナ政策が経済に大きな打撃を与え、4月のPMIは大幅に低下しました。しかしそれ以降、中国政府は景気対策を打ち出しています。5月のPMIは、市場予想を上回り反発しました。

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、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
8. 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. 本資料に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

W22-020