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 20 日

日本円は米国の金融政策の犠牲になるのか？

米国連邦準備制度理事会（FRB）は、6月連邦公開市場委員会(FOMC) で0.75%の利上げを決定し、7月にも0.50%か0.75%の利上げを行う可能性を示唆しました。FRBの利上げにより、日米間の金利差は拡大することになると思われます。

米国の金融引き締めと日本の非常に緩和的な金融政策の継続は、外国為替市場に影響を及ぼしています。ドル円は急騰し、20年以上ぶりの高水準で取引されています。

対米ドルでの急速な円安の進行

為替レート JPY/USD

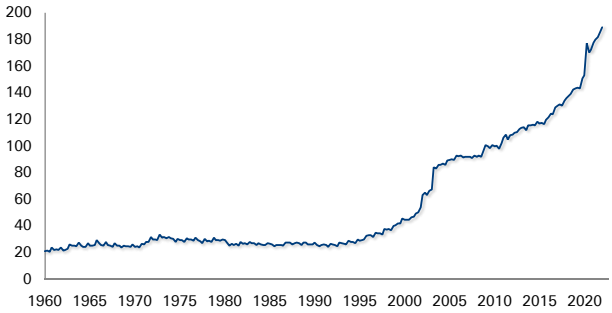
出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年6月8日現在

円安の影響は経済主体によって異なる

4 月の日本のコアコアインフレ率（生鮮食品及びエネルギーを除く総合　）は前年比+0.8%に過ぎませんでしたが、米国のそれは同+6.2%でした。通貨安はコアコアインフレ率の上昇圧力をもたらすと思われます。日本の輸出企業は輸出品の大半を外貨建てで取引しているため、利益率が大きく上昇するはずです。一方、輸入品の価格も著しく上昇するため、所得流出の観点で国内の消費者が大きな損失を被ることになります。

流動性の高い金融資産の多さは資本流出のリスクの高さを意味する

マネーサプライ M1の対GDP比（単位：%）



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022年5月31日現在

日本の家計や企業は非常にキャッシュリッチで、多額の金融資産を銀行預金で保有していますが、これは同時に資本移動の観点からはリスクでもあります。デフレ環境下では、資産の多くを現金同等物で保有することは合理的といえ、マネーサプライ（M1）の対GDP比は200%近傍と1995年以来10倍となっています。長らく続いたデフレマインドがインフレ恐怖症に変わり、高インフレと持続的な通貨安という形で貯蓄の購買力が将来に著しく低下すると予想される場合、家計や企業は預金を引き出して海外での運用を拡大する可能性があります。

日本のインフレ期待は高まっている

日銀短観によると、企業の長期的なインフレ期待は2021年の1%台前半から直近では1.6%にまで上昇しています。家計についても、日銀の黒田総裁が講演のなかで言及したように、2021年8月のある調査では、頻繁に購入する商品の価格が10%上昇した場合、購入先を違うスーパーに変更すると回答した家計は57%であったのに対し、2022年4月の同調査では、その割合は44%に縮小しています。黒田総裁は「家計の値上げ許容度が高まってきている」との発言を撤回しましたが、同調査は、日本の消費者のインフレ期待が高まってきていることを示唆しているとみられます。全体として、インフレ期待の高まり、それに伴う資本逃避のリスクの高まりは、日本円の下落スパイラルを引き起こす可能性があります。

日銀は、為替レートを安定させるために、金融を大幅に引き締めなければならなくなるかもしれません。しかし、利上げは景気後退やデフレを再び招くリスクを伴います。

円安が経済政策運営を難しくする

政策ミックスの一つの可能性として、日銀は緩和的な金融政策を継続しつつ、日本政府が為替レート安定のため1.3兆ドルある外貨準備を活用するケースが挙げられます。これは、日本の経済政策の観点からは、円安に対する反応として望ましいものであることは間違いないとみられます。最近の円安に対する国民感情を踏まえると、日本政府がいずれ為替介入を強いられると考える理由があります。しかし、日本政府が実際にドル売り円買い介入を行う場合、米国債を売却することになります。同時にFRBもバランスシート縮小を開始したため、結果的に米国債利回りがさらに上昇する恐れがあります。

米国経済：強弱まちまち

米国経済には明らかに成長鈍化の兆しが見られます。米住宅建築業者協会（NAHB）住宅市場指数が示すように、金利の急上昇は現段階では特に住宅市場に大きな打撃を与えています。住宅用不動産市場は、伝統的に景気循環に敏感で、経済全体のペースメーカーといえます。従って、住宅市場の低迷は、景気後退の警戒信号と捉えられます。さらに、ドル高は輸出企業に逆風となります。

しかし、米国の景気後退は数年先になるかもしれません。何しろ、労働市場はまだ非常に強く、労働力に対する需要は高いままです。堅調な賃金上昇と雇用の増加は、所得の増加と消費余力を意味します。歴史的には、失業率の上昇のみが景気後退の兆候を示してきました。

欧州：苦境に置かれるイングランド銀行

英国は深刻なスタグフレーションに苦しんでいます。厄介な賃金物価スパイラルがみられており、イングランド銀行はインフレを抑制するために政策金利を1.25%に引き上げました。スタグフレーション環境下では、中央銀行は物価上昇の二次的効果に焦点を当てるのが理想的と思われます。

中国：景気回復の兆しか

中国の5月の購買担当者景気指数（PMI）は顕著な改善を示し、また輸出も大幅に改善しました。このように、中国は景気回復の兆しが見え始めています。しかし、初期の景気回復は、政府の景気刺激策に拠っているに過ぎないとみられます。持続的な景気回復のためには、不動産市場の回復も欠かせないとみています。

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、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

W22-022