Promotional material published by Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022年7月11日

ユーロ圏の国債が再び魅力的に

国債市場にとって重要なのは主要金利の期待値

期待理論（純粋期待仮説）では、10年物国債の利回りは、10年平均の主要金利の期待値にリスクプレミアムを加えたものに相当するとされています。

ここで、OIS（翌日物インデックス・スワップ）は、主要金利の将来の見通しについて、金融市場参加者の見方を示すとして注目されますが、長期的な主要金利の期待値について、以下のように10年物OISの実例から観察される内容は興味深い示唆を与えてくれます。

ドイツ国債の例：

過去期間について見ると、2005年8月以降、ユーロ10年物OISは平均1.71%で取引されていましたが、これに対して10年物ドイツ国債の利回りは平均1.62%の水準であったことが分かっています。

このことは、当該期間における10年物ドイツ国債のリスクプレミアムが平均で約0.1%ポイントのマイナスだったことを端的に示すものですが、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和プログラム（QE）の結果としてリスクプレミアムが低下した時期が含まれている点を考慮すると、かように構造的な要因から影響を受けている旨、留意が必要と考えています。

実際のところ、2015年3月にECBが国債の購入を開始する以前は、10年物ドイツ国債の平均リスクプレミアムはまだ0.0%ポイント程度の水準にあり、それ以降、安全資産としてのドイツ国債に構造的な供給不足が生じたことによって当該リスクプレミアムは、-0.2%ポイント程度のマイナス値まで低下しました。以上から、当該ドイツ国債の例は、期待理論に照らすと特殊な事例に当たるのではないかと考えています。

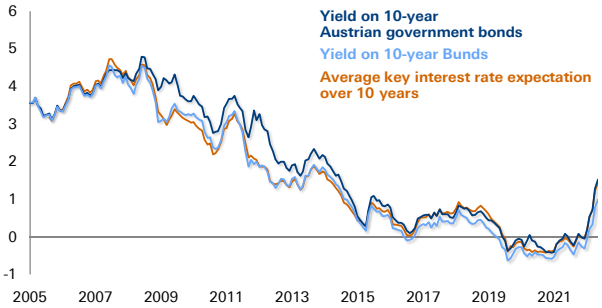
オーストリア国債の例：

オーストリアは、基本的に良好な信用格付を有しており、国債市場における供給面での構造的な品不足も、概ね無いと考えられます。この為、オーストリア国債の市場には、ドイツ国債の市場よりも、主要金利の期待値と国債利回りの相互関係がよく反映されていると考えられます。

例えば、2005年8月から2015年2月までの10年物オーストリア国債の平均リスクプレミアムは、現実的にも想定可能な約0.4%ポイントでした。当該リスクプレミアムは、前述のECBによるQEプログラム開始以降、0.0%ポイントの水準まで低下しており、このことはECBによる債券購入が、国債市場に利回りを低下させるという望ましい効果をもたらしたことを意味すると考えています。

主要金利の期待値が国債利回りに影響を与える

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

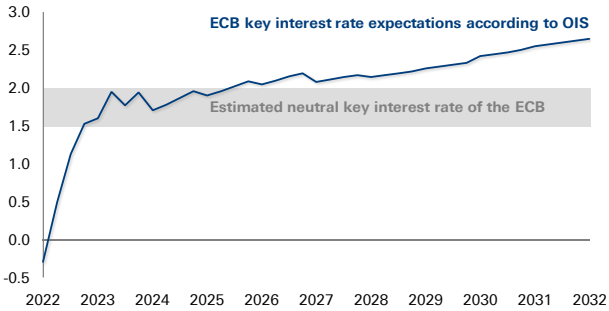
ユーロ圏の優良格付け国債は魅力的

総じて、国債利回りは将来の中央銀行の政策に対する期待が変化したときに動くということは、先に述べた一連の関係性から推測が可能だと思われます。実際にユーロ圏国債のリスクプレミアムは、ECBのQEプログラム開始以来、非常に安定しており、殆ど変動が見られないことから、これによる影響はほぼ無視出来るのではないかと考えられます。従って、主要金利の予想値について、今後10年間の推移を時間軸に沿って吟味して見ることは価値があると考えています。

金融市場関係者の中期的な主要金利への期待値は恐らく高過ぎる

ユーロ OIS ESTR（短期金利）フォワード・レート

単位：%



出所：ブルームバーグ、メッツラー
2022年6月27日現在

実際にユーロOIS ESTR（短期金利）フォワード・レートを見ると、現時点で金融市場関係者による予想は、ECBが2023年9月までに主要金利を約2.0%に引き上げ、その後、2025年末までは安定的に据え置くとするものの、2026年頃からは、その予想水準が徐々に上昇し、2032年頃には2.65%程度になることが示唆されています。

しかし、ECBは現在、中立的な主要金利の水準を1.5～2.0%（均衡実質金利）と見積もっていることを考慮する必要があると思われます。かように、金融市場関係者が、ECBが2026年以降、主要金利を「引き締め的」な領域に引き上げると予想していることは、多分に行き過ぎた見通しではないかと考えており、信用度の高いユーロ圏の国債市場に再び投資妙味が戻りつつあるのではないかと考えています。

ユーロ圏の優良国債の2つのシナリオ

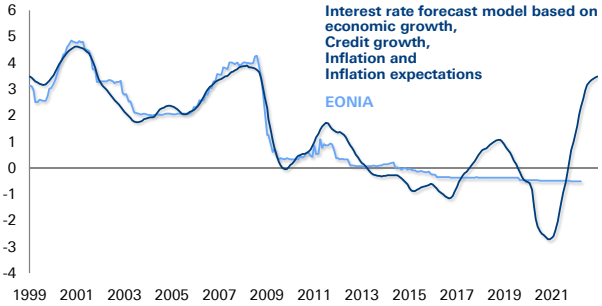
目下、ユーロ圏経済の環境は大きな不確実性の雲に覆われていると思われ、足元ではサービス業購買担当者指数の低下となって表れてくること等が懸念されます。ドイツの産業界は、輸出動向、新規受注、生産活動等の何れにおいても、サプライチェーンの問題や需要の弱体化等から引き続き負の影響を受けていると見られ、とりわけ、冬季の天然ガス不足という「ダモクレスの剣」が依然として、欧州経済の上に垂れ下がっている状況が憂慮されます。

ここで、第一のシナリオですが、上記の懸念材料が、近時 ECB が発表した利上げと相俟って、欧州経済をリセッションあるいは大幅な景気後退に陥れる可能性が考えられます。この場合、金融市場関係者は、9 月以降の追加利上げを織り込まないこととなり、ユーロ圏の優良国債の利回りが著しく低下すると考えられ、恐らく低下幅は 100bp 以上にもなる可能性があると見ています。尚、このシナリオの確率は 40%と見積もっています。

第二に、基本シナリオですが、ユーロ圏の今年の経済成長率を引き続き 2.0%程度と想定しています。これは、欧州復興基金「次世代の EU」からの資金供給、家計の高い貯蓄性、アジアの景気回復の兆し等を背景に、欧州経済が十分に下支えされ、低成長ながらも安定した成長が可能になるとの見通しに基づいています。この場合、インフレが引き続き大きな問題となりますが、メッツラーの試算によると、ECB は主要金利を 3.0%に引き上げなければならない状況にあると考えられます。こうした予測モデルでは、使用するパラメーターに疑似的な相関関係が入り込んでいる可能性に留意が必要ですが、現時点で金融市場関係者が ECB による今後 2 年間の主要金利の引き上げをまだ十分に織り込んでいないことが示唆されている点は注目に値すると思われます。メッツラーでは、10 年物ドイツ国債の利回りが 25～50bp 上昇して 2.0%になる確率を 60%と見ており、現時点ではこのシナリオが依然として優勢になっています。

ECBはいま対応する必要がある

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

格付けの低いユーロ圏の国債の状況

7月にECBが欧州債券市場の混乱を防ぐ目的で、新たな手段を決定する可能性があると思われます。ECBは、信用力の低い国の債券市場に大量に投資が出来るよう、暫定的に、現行の資本規制からの逸脱を数年に亘って容認する可能性があると見ています。この主目的は、低格付け国債のスプレッドを安定させることにありますが、ECBは厳格な法律上の制限を受ける為、今後発表される新たな措置は、金融市場関係者の期待に届かない程度のものになる可能性があると見ています。

日本：インフレ率は依然低いまま

日本の5月のコアインフレ率（エネルギーと食品価格は除く）は0.8%でしたが、その後も低位に留まる状況が続いていると見られます。かように、インフレ率が低い理由の一つに、前年同月比1.3%程度（4月）という極めて低水準の賃金動向があると考えられますが、これは、近時の円安が顕著に進行しているにもかかわらず、日本銀行に対して、主要金利や国債利回りを引き上げる圧力が然程かかっていないことの背景にもなっていると思われます。

このような状況下、日本ではパンデミックに対する過度の警戒感が薄れつつあることや、中国の経済再開による影響から、既に景気回復が始まっているのではないかと見ています。恐らく、景気回復、為替レートの低下、輸入インフレの組み合わせ等によって、来年或いは再来年のいずれかの時期に、賃金上昇の加速、ひいては国内でインフレ高進が起こる可能性があると思われます。但し、一方では日本でインフレが問題になるのは暫く先になるという捉え方もあり得るのではないかと考えています。

米国：経済のソフトランディング

米連邦準備制度理事会（FRB）は、失業率の上昇を引き起こすことなく、労働需要、即ち求人数の減少を待っていると見られます。もし、この状況が成立すれば、賃金動向も再び弱まる可能性があります。その場合、近時の賃金価格スパイラルに対する懸念が和らぐことに繋がり、経済の「ソフトランディング」のシナリオとなる可能性が考えられます。引き続き、FRBの金融政策判断の趣旨や、サービス業購買担当者指数の推移等を注視しながら推移を見守りたいと考えています。

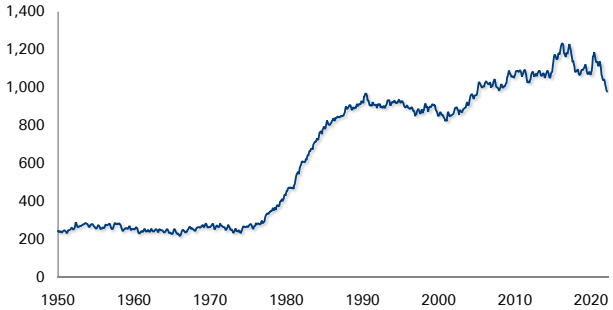
原油市場の見通し 緊迫した状況

米国の原油の総在庫量を見ると、ここ数週間で11億7,500万バレルから9億8,000万バレルへと大幅に減少していることが分かりますが、この減少は、バイデン米大統領による戦略石油備蓄の放出に起因するものと考えられます。

石油市場に見られる特徴として、需要の変化を起こすには大きな価格変動が必要であるということが、一般に言われているようです。従って、もし米国が戦略備蓄の石油を市場に出さなかったとしたら、恐らく、今日の石油価格はすでにかなり高くなっていたことが想像されます。これは、原油市場がいかに緊迫した状況にあるかを示していると見られ、留意が必要だと考えています。

米国：原油在庫の減少が目立つ

戦略備蓄を含む原油の貯蔵量（単位：百万バレル



出典：Refinitiv Datastream Refinitiv Datastream、Metzler、2022年5月31日現在。

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

W22-025