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19日

四半期見通し（2022年7-9月期）

ユーロ圏経済： ロシアの天然ガス供給停止による景気後退懸念がくすぶる

ユーロ圏は今年上半期に予想外にプラスの経済成長を遂げました。1-3月期の経済成長率は前期比+0.6%となり、4-6月期は同+0.3%と予想されます。エネルギー価格ショック、サプライチェーンのボトルネック、ウクライナ戦争に起因する高い不確実性などを克服したようです。

これは、金融政策の緩和的な姿勢、EU復興基金による政府投資支出、新型コロナウイルス流行の落ち着きを受けた欧州経済の再開などによるものです。しかし一方で、ユーロ圏の消費者物価指数(CPI)は6月に前年比+8.6%に上昇し、40年以上ぶりの高い伸びとなりました。ECBは7月から段階的に政策金利を引き上げる方針を示しました。このため、前四半期末にかけて、金融市場はユーロ圏の政策金利が来年秋までに2.0%まで上昇することを織り込みました。政策金利の上昇により利払い負担が増加し債務危機のリスクが高まるため、信用格付けの低い国には大きな打撃となります。例えば、イタリアの10年国債と安全資産とみられる独10年国債の利回りの差は、前四半期初の1.5%ポイントから6月中旬には2.4%ポイントに急拡大しました。

欧州中央銀行(ECB)が緊急理事会を開き、ユーロ圏内の国債利回り差を是正するための新たな手段を提示したのは、これが新たな欧州債務危機につながるとの懸念があったからにほかならないでしょう。この手段は、ECBが潜在的な債務危機が懸念される国の国債を無制限に購入できる場合にのみ、信頼性を持ち機能するように思われます。しかし、ドイツ連邦憲法裁判所と欧州司法裁判所の判断が示すように、法的限界によりその柔軟性は限られるとみられます。ECBは7月21日に開催される理事会で新制度を発表する予定ですが、ECBが金融市場参加者の高い期待に応えることは困難であると考えます。さらに、利上げ観測を背景に企業や家計の資金調達環境が悪化しており、経済成長が鈍化する可能性が高いとみられます。

さらに、ロシアが天然ガスの供給を停止すれば、ユーロ圏は深刻な景気後退に陥る恐れがあり、加盟国の中で最も大きな打撃を受けるのはドイツであるとみられます。ドイツ連邦銀行の試算によると、この場合、ドイツの国内総生産(GDP)は2023年に前年比▲4%減少する可能性があります。マイナスは特に2022年10-12月期と2023年1-3月期に集中し、2023年の4-6月期以降は再びプラス成長するとみられます。現在、ロシアの天然ガス供給への依存を低減すべく多くの努力がなされています。来年半ばからは、欧州で十分な代替エネルギーが確保され、エネルギー供給が盤石となり、ロシアのエネルギー供給に振り回されることはなくなるとみています。

米国：景気後退というよりスタグフレーションの兆し

米国経済は今年前半、急ブレーキがかかりました。1-3月期のGDPは前期比年率▲1.6%のマイナスとなり、各社が提供するナウキャストモデルでは、4-6月期はせいぜい微増にとどまると推計されています。

こうして米国経済は、昨年の前年比+6.0%弱の成長後、多かれ少なかれ停滞したとみられます。同時に、CPIは2021年12月の前年比+7.0%から2022年6月の同+9.1%へと加速しました。このように、米国経済はスタグフレーションに陥っているとみられます。それでも米連邦準備制度理事会(FRB)は、3月に0.25%ポイント、5月に0.50%ポイント、6月に0.75%ポイントと政策金利を引き上げています。FRBは、高インフレに直面し、金融安定に対する信頼を維持したいと考えていますが、一度信頼が失われれば、深刻な景気後退をもたらす積極的な利上げによってのみそれを回復させることができるとみられます。

明らかに、利上げとそのコミュニケーションのおかげで、FRBはこれまでのところ、その信頼を守ることに成功しています。金融市場参加者は、中期的にはコア・インフレ率が再び2.0%をも下回ると予想しています。金融政策をインフレの制御に集中させることは、経済成長に関しては高いリスクを受け入れなければならないことを意味します。

景気後退のリスクは高まっています。メッツラー・アセット・マネジメントGmbHがモニターしている景気後退を示唆する3つの指標（住宅市場、イールドカーブ、労働市場）のうち、住宅市場は今後30ヶ月以内の景気後退入りを示唆し、イールドカーブも同様です。3ヶ月金利は依然として10年国債利回りを下回っていますが、イールドカーブは顕著にフラット化しており、特にFRBが早い利上げペースを維持した場合、景気後退のリスクが高まることを示唆しています。第二次世界大戦以降、景気後退の前には必ずイールドカーブが反転しています。イールドカーブの傾きは、金融政策のスタンスを示す指標です。労働市場については、現在のところ顕著な減速のシグナルはみられません。通常、景気後退の前には失業率の上昇が確認されます。

米国経済は景気後退の瀬戸際にあると言えますが、現状では、今年の米国経済の成長率は前年比+1.8%、来年は同+1.2%の成長が可能とみられ、これはどちらかと言え

ばスタグフレーションを示唆しており、正直なところ不確実性が非常に高いと考えます。

アジア経済：日本経済は回復基調に、中国経済は底打ちか

4-6月期、日本については円の為替レートが大きな話題となりました。年初来、日本円は対米ドルで約18%の円安になりました。その理由は、金利差がますます拡大したことです。米国の10年国債利回りは3.0%以上に跳ね上がった一方、日本の10年国債の利回りは日銀のイールドカーブ・コントロール政策のもと、最大0.25%までしか許容されておりません。先進国の通貨としては、わずか半年で異例の大きさで通貨安となりました。

円安により輸出企業の利益は大幅に増加しますが、日本の家計の購買力は著しく低下しました。1993年以降、賃金が低迷していることを踏まえるとなおさらです。そのため、さらなる円安を回避するよう、日本銀行に対する政治的な圧力は強まっております。しかし、インフレ上昇率はまだ日銀がイールドカーブ・コントロールを放棄するには十分でないとみられ、むしろこれは無秩序な利回り上昇と金融市場の混乱を招く恐れがあります。

しかし、日本にはまだ約1兆3千億ドルの外貨準備があり、財務省は通貨を安定させるためにこれを利用することができます。賃金とインフレの伸びが低いままである限り、日銀は超緩和的な金融政策を維持するでしょう。少なくとも、日本経済は再び回復基調にあり、6月のサービス業購買担当者景気指数(PMI)は改善し、製造業PMIも概ね安定しておりました。

中国経済は4-6月期に底を打ったようです。貸出と住宅市場が回復しましたが、これらはいずれも信頼できる先行指標です。中国経済の回復傾向は、6月のPMIでも確認され、再び景況感の拡大／縮小の境目である50の大台に乗せました。秋には重要な中国共産党大会を控え、中国政府は今後数ヶ月の間に十分な金融支援と新たなインフラ整備計画を打ち出し、景気回復を持続させるものと思われます。

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

W22-026