Promotional material published by Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022年8月22日

市場予想はインフレリスクを過小評価

全ての市場見通しは、金融市場参加者の予想がどうであるかという現状評価に始まると思われ、自分の予想がコンセンサスからどの程度、乖離しているかの認識は、市場の見方が交錯する時期にとりわけ意味をもつと考えています。

金融市場関係者は、今後数ヵ月間に中央銀行による更なる主要金利の引き上げを予想しており、ユーロ圏では、ECBの主要金利は2023年春に1.25%に上昇し、その後数年間はこの水準で安定すると予想しています。
一方、金融市場関係者は、米国の主要金利については2023年2月に3.6%に上昇するものの、その後は2023年末迄の間に各々0.25%ポイントずつ2回の主要金利の引き下げがあると予想しています。

従来、米連邦準備制度理事会（FRB）は不況期に主要金利を引き下げることが多いことが分かっています。足元のインフレ・スワップには、現状と今後予想される金融政策が織り込まれていると見られますが、そこでは2024年以降、インフレ率が両中央銀行のインフレ目標付近に繋ぎ止められるであろうことが示唆されています。目下、金融市場関係者のインフレ率予想は、ブルームバーグによるエコノミストのコンセンサス予想と概ね平仄が合っており、2024年のインフレ率が、米国で2.5%、ユーロ圏で2.0%と予想されています。同時に、ブルームバーグによる同コンセンサスでは、ユーロ圏の経済成長率が、2023年に1.1%、2024年に1.9%と予測され、米国でも2023年に1.3%、2024年に1.8%とほぼ同水準の成長率予測が示されています。

メッツラーによる経済成長予測

メッツラーは、目下、天然ガスの法外な価格と供給のボトルネックを主な原因として、ユーロ圏の経済が景気後退に向かっている可能性が高いと考えています。但し、2023年春以降は、「プーチン不況」を乗り越えて確りした回復傾向が示されてくると予想しており、2023年の成長率を-1.0%、2024年は+2.4%と予測しています。

米国では、米連邦準備制度理事会（FRB）による急激な金融引き締めにより、2023年の米国経済が景気後退に陥る恐れがあると見ており、FRBはインフレ率を大幅に低下させるべく、意図的に不況を引き起こしたいと考えている可能性があると考えられます。こうした状況下、米国については、穏やかな景気後退になる可能性が高いと予想しており、2023年の経済成長率を0.5%と僅かなプラスと見込んでいます。
又、米国経済の2024年の成長率については、再び2.0%の成長に戻るものと予想しています。

尚、中国では、不動産市場の危機はまだ終わっておらず、ダイナミックな景気上昇は望めないと考えています。一方、中国政府は様々な景気刺激策により、これを打ち消す措置を講じる為、2023年には3.0%程度の成長が可能になるのではないかと考えています。

インフレーション

2023年には、ベース効果や経済成長の減速が予想されるため、インフレ率が、押し並べて低下することになると見ています。とりわけ、米国のインフレ率は2022年6月の9.1%から4.0%程度の水準に向けて急速に低下すると予想しています。

しかしながら、欧州と米国の労働市場は、引き続き堅調に推移するものと思われます。ここ数四半期の間、多くの企業は労働需給の逼迫に悩まされてきており、その為、今後訪れる不況に際しても、大量に従業員を解雇することに対して極めて慎重にならざるを得ないと思われます。即ち、賃金の伸びが高過ぎる状態が続き、加速する可能性さえあることが容易に予想される状況となっています。

米国の賃金上昇率が既に約5.0%となっていることが示されている為、もし生産性の伸びが約1.0%であれば、単位労働コストが約4.0%上昇することになり、その分、国内のインフレ率も上昇することになると考えられます。実際に、賃金上昇率が5%の前提では、インフレ率が4%を下回ることはないであろうと予想され、この場合、賃金上昇率をインフレ目標達成に必要な3.0%まで押し下げるには、さらに大幅に政策金利を引き上げ、景気後退を深める必要があると考えられます。
こうした状況を勘案し、米国における2023年のインフレ率を4.5%程度と予想しています。

一方、ユーロ圏では、今のところ賃金価格スパイラルは確認されておらず、労働者に於いては雇用喪失に対する懸念が根強く残っているなどの背景から、これまで賃金要求は穏やかなものとなっていました。しかし、エネルギー危機や不況にもかかわらず、もし2023年夏の時点でも労働市場が堅調な状態であれば、労働者の雇用喪失への懸念は大きく薄れ、過去の実質賃金低下を高賃金要求で埋め合わせようというマインドが強まる可能性が高いと考えられます。

総じて、ユーロ圏で賃金価格スパイラルが発生するのは来年以降になると思われますが、メッツラーでは2023年のインフレ率を4.0%と予想しています。
尚、これは、多くの企業がコスト増加分を製品やサービスの価格に転嫁するパススルー・インフレーションになるのではないかと考えています。

中央銀行

欧州中央銀行（ECB）は、2023年3月に主要金利を1.25%に引き上げ、9月からさらに3段階で2023年末までに主要金利を2.0%に引き上げると予想しています。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、主要金利を3.25%から3.5%のレンジ水準に引き上げ、2023年には主要金利の引き下げは行わないのではないかと見ています。

メッツラーが考えるリスクシナリオ

1. エネルギーと食品価格の更なる上昇は、予想されるインフレ率の顕著な低下を妨げる可能性がある。過去の高い実質賃金の喪失により、購買力の回復を求める労働者の要求が高まる可能性がある。

2. 欧米では「ジョブレス」経済により、賃金ダイナミクスが予想以上に加速し、中央銀行による大幅な主要金利の引き上げが必要となる。

3. 2022年9月25日の選挙後の新政権がEU委員会との合意を守らず、イタリアでソブリン債務危機が再燃する。この場合、新政府の選択肢は2つしかなく、欧州通貨統合からの離脱か、改革や緊縮財政の政策継続かの何れかとなる。

4. 「雇用なき」経済の前提は誤りであることが判明。この場合、インフレ率は2023年にもっと急激に低下する。

今後数ヶ月はインフレが一時的に低下

総じて、2023年については、現在想定されているよりも経済成長率が低目となり、インフレ率は高目となるのではないかと考えています。一方、少なくとも今後数ヶ月のうちに世界のインフレ率は一旦低下する可能性が高いと予想しており、ユーロ圏でも10月以降、インフレ率の低下が見られると想定しています。

こうしたシナリオは、当面のインフレ懸念をやや後退させ得るものと言えますが、同時に世界経済の成長モメンタムが益々弱まることが示唆されているとも考えられます。

今後発表される主要経済指標は、中国の鉱工業生産や小売売上高、又、米国では、鉱工業生産や小売売上高の他、住宅関連指標においても、恐らくかなり弱い数値が発表されてくる可能性があると見て注視しています。

欧州ではドイツのZEW指数の数値に注目していますが、大きく改善することはないのではないかと見ています。

最後に、日本については、拡張的な財政政策により、世界的な景気後退の流れに逆らう可能性が高いと見て、発表されるGDPやインフレ率等のマクロ経済指標の推移に留意して行きたいと考えています。

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

W22-029