Promotional material published by Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022年9月20日

世界的な不況：地域により要因は様々

経済学におけるオーストリア学派の考え方に、不況は過去の誤った資本配分を正常化する清算プロセスを発生させる為、必要なものであるというのがあります。これは、樹木が将来再び元気に育つよう生育や結実を調節する目的で枝葉の一部を切り取る剪定の考え方に似ていると思われます。

一方、別の経済学派（マネタリスト）の代表的な考え方には、不況は不要なものであり、且つ、回避可能なものであるという主張が見られます。そこでは、名目GDPに目標とする成長経路を定め、その成長経路に実績を可能な限り近付けることが出来るよう金融政策を一貫して実行するだけで良いとされています。実際のところ、名目GDPは、様々な外的ショック等によって目標とする成長軌道から繰り返し外れることが想定されるのですが、効率的な破産法と自由市場が存在する限り、創造的破壊のプロセスが内在的に機能するとされ、金融政策の対応によって直に成長経路は目標とする軌道に戻っていくと考えられています。

概して、大きなサイクルのない安定した経済成長が理想的なのですが、金融政策の照準を名目GDPの目標値に合わせることは、過去一度も試みられていないと思われます。米経済学者ハイマン・ミンスキー（ポスト・ケインズ派）は、安定成長局面が長く続く程、国家、企業、家計等すべての経済主体のリスク選好が高まる結果、バランスシートの劣化が進むこととなり、必然的に金融市場の危機が到来すると論じています。

このような背景から、短期間の不況は景気循環の自然な一部であると考えられ、過去の行き過ぎた経済活動を是正する為にも必要であると考えています。又、エンロン事件やマドフ事件などに典型的に見られるように、不況期に犯罪行為が隠蔽できなくなるケースが多く見られることは示唆に富むと考えています。

ユーロ圏の不況：エネルギー政策の失敗

欧州の不況は、ウクライナ戦争以前からの極めて楽観的な想定に基づく誤ったエネルギー政策によって齎された結果ではないかと見ています。

ゴールドマン・サックスによると、ドイツの一般家庭の電気・給湯・暖房にかかる費用は、2021年の月当たり約173ユーロから、今年は同381ユーロに上昇する可能性が高いとされ、来年はこれが更に同588ユーロに上昇する恐れさえあるとの見方が示されています。
欧州企業の多くが、このエネルギー価格の高騰で採算が取れなくなる可能性が高いと見られており、工業生産が成り立たなくなる状況から、銀行倒産が相次ぐ恐れもあるとする向きもあるようです。実際に、ドイツの経済指標であるZEW景況感指数が歴史的な低水準に落ち込んでいる状況が足元で確認されていることには留意が必要だと思われます。

しかし、ヨーロッパでは同時にエネルギーの効率利用の面で大きな進展が見られており、エネルギー供給と利用に関する多くの革新的なアイデアも生まれていると思われます。実際に、欧州では浮体式LNGターミナルの建設が進んでおり、今後数ヶ月のうちに天然ガス供給の状況が顕著に改善されると見ています。これらを背景に、ヨーロッパ全体として今冬を過ぎた後、景気が力強い上昇に転じる可能性もあり得るのではないかと考えています。

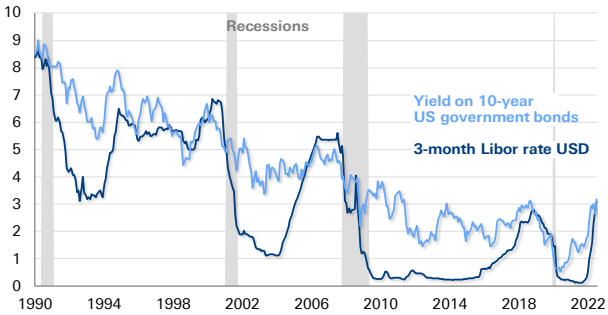
米国：主要な金利引き上げによる景気後退

目下、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融政策の主眼は、高進するインフレの抑制に置かれており、経済成長への配慮が二の次になっていると見られることから、米国もまた、景気後退を回避することは出来ないであろうと考えています。

経験則から、米連邦準備制度理事会（FRB）が志向する金融政策の方向性は、マネーマーケット・レートと10年物国債利回りの比率から読み取ることが可能だと考えており、10年物国債利回りは、マクロ景気を刺激もしなければ減速もさせない中立的な政策金利の水準を推し量る代替指標として利用可能だと考えています。もし、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策金利を10年物国債利回り以上の水準に引き上げるならば、過去において常に不況をもたらしてきた制限的な金融政策を米連邦準備制度理事会（FRB）が追求していることになると考えられます。

米国：FRBが主要金利を10年物国債利回りの水準以上に引き上げた後、常に不況が訪れた

単位：%



出所： ブルームバーグ、メッツラー、2022年8月31日現在

主要メディアでは、米連邦準備制度理事会（FRB）が9月21日のFOMC（米連邦公開市場委員会）会合で0.75ポイントの政策金利の引き上げを行うとの観測が主流になっていると見られます。これを前提にすると、3ヶ月物Liborが10年物米国債の利回りを上回ることとなり、今後12ヶ月以内に景気後退の到来が示唆されていると考えられます。今後は、景気後退が、実際にどの程度早く訪れるかに焦点が移ることになると思われ、フィラデルフィア連銀指数、小売売上高、工業生産高などの主要経済指標によって随時、状況が明らかにされていくのではないかと考えています。

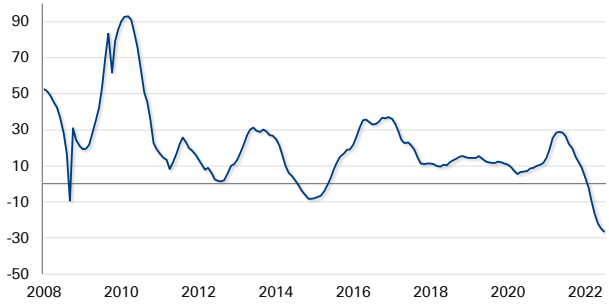
足元のインフレ指標を見ると、米消費者物価指数（CPI）の内訳である中古車価格と燃料価格に顕著な下落の兆しが示されており、この2つのカテゴリーを合わせて約0.75%インフレ率低下に寄与した可能性があると考えられています。しかしながら、米連邦準備制度理事会（FRB）にとって、当面はダイナミックな賃金上昇の帰結としての高過ぎるコアインフレ率を抑制することが極めて重要であると見られる為、FRBが利上げを継続することは、インフレ対抗措置の観点から必要不可欠ではないかと考えています。

中国： 不況 の背景に不動産危機

中国では、足元で住宅用不動産の販売額が、記録開始以来、最も大幅な減少率を記録するなど、不動産市況の悪化が顕著になっていると思われます。

中国 不動産市場の状況が悪化

住宅販売件数　　単位%：前年比(平滑化後)



出所： ブルームバーグ、メッツラー、2022年7月31日現在

中国の不動産市場は、同国の経済全体の状況を推し量るバロメーターの役割を果たしていると見られ、これが足元で不況の傾向を示唆しています。

中国政府はこうした状況に対処する為、数々の金融・財政刺激策を講じていると見られますが、足元は中国経済を再び好転させるには十分ではない状況も示されています。今後は、銀行貸出、鉱工業生産、小売売上高等の経済指標等によって、中国政府が経済の流れを好循環へと変えることに成功したか否かが示されてくると考え、注目しています。

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。

W22-033