Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022年10月3日

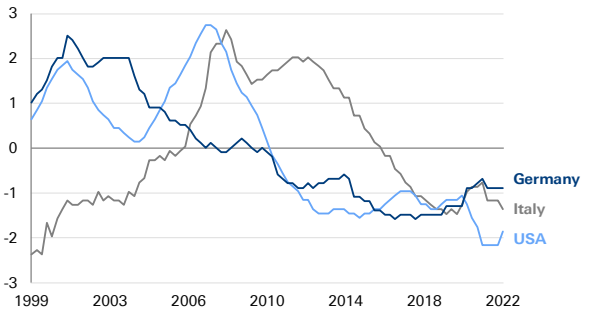
債務危機を招くのは、多額の債務それ自体より、金利上昇であろう

主要各国で公的債務が積み上っている状況は広く認識されていますが、債務危機は、債務者が債務返済の義務を果たせなくなったときにのみ起こり得るものと考えられます。そこで、国家の対外債務支払能力を示す指標で、年間の財・サービス輸出額に対する対外債務元利支払額で定義される債務返済比率（デットサービスレシオ）の推移に注目しています。例えば、日本については、利払い能力に関して、国の債務水準は高いものの、金利が依然としてゼロ%近辺にあることから、当面の間問題なく債務返済が可能な状態にあると考えられます。

今週、国際決済銀行は、2022年第1四半期の非金融民間部門のデットサービスレシオを発表しました。この発表時期は、米連邦準備理事会（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、その他多くの中央銀行が主要金利の引き上げを行う前であった為、各国の金融政策決定者は、当該データを少なからず認識していたものと考えられます。

興味深いことに、米国、イタリア、ドイツの非金融民間部門のデットサービスレシオは、1999年以降の長期における過去平均を著しく下回っており、これら三ヶ国の民間部門は主要金利の引き上げに十分に対処可能な状態にあることが示されていると思われます。

米国、イタリア、ドイツにおけるデットサービスレシオ、過去の平均値からの乖離　　単位：%



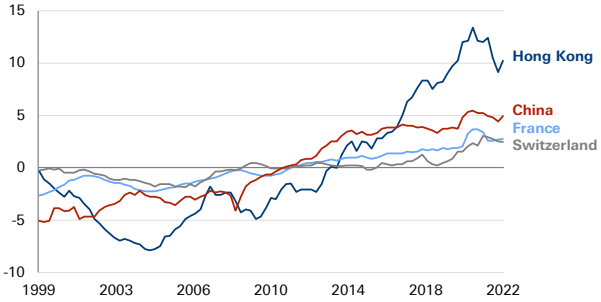
出所：BIS、メッツラー　　2022年3月31日現在

一方、香港、中国、フランス、スイスの非金融民間部門のデットサービスレシオは、2022年第1四半期の時点では、同様の長期的な過去平均を上回るデットサービスレシオが既に数年来続いてきた状況が示されています。

ここで、中国は、足元の経済低迷により、中国人民銀行が、改めて主要金利の引き下げサイクルに入っていると見られる為、デットサービスレシオは改善する傾向にあると思われます。

一方、香港は自国通貨を米ドルに固定している為、FRBの主要金利の引き上げに対して一対一で従わなければならない状況となっています。既に長期的な過去平均を上回るデットサービスレシオと今後も予想される急激な金利上昇が相まって、香港の債務危機が早晩助長されてくる可能性があると考えられることから、今後、香港の動向については注意深く見守る必要があると考えています。

中国、香港、フランス、スイスにおけるデットサービスレシオ、過去の平均値からの乖離　　単位：%



出所：BIS、メッツラー　　2022年3月31日現在

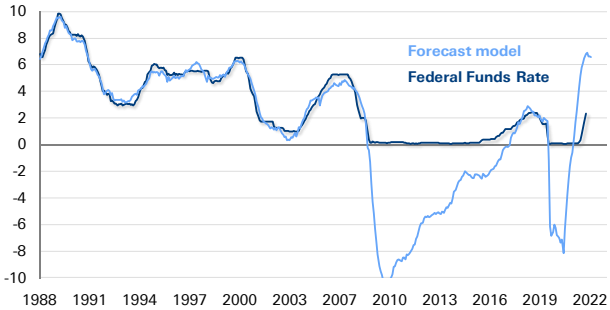
スイスでは、今週、スイス国立銀行が主要金利を75ベーシスポイント引き上げた為、金利引き上げが不動産市場の顕著な冷え込みに寄与する可能性があると思われますが、債務危機が発生する可能性は低いと見ています。フランスでは、金利上昇の影響を受けるのは主に企業部門と考えられており、倒産が相次ぐ可能性が懸念されていますが、同国では企業間の融資が多い為、個々の企業の純利息支払い負担は、大方の見立てより相当程度低いのではないかと考えています。

リスク要因としての米主要金利の上昇

現在、FRBは利上げサイクルに入っていますが、この状況は当然ながら民間企業の債務の持続可能性にも影響を及ぼすことになると思われます。その際、主要金利がどの程度まで上昇するかが問題になりますが、メッツラ

ーで長く有効性が示されてきた米フェデラルファンド金利の予測モデルでは、過去に同等のマクロ経済データが使用された（同等のマクロ経済環境であった）場合、FRBは今頃6.0%超まで金利を引き上げていたであろうとの予測が示されています。尚、このモデルでは負債も考慮されている為、これが主要金利の予測を控え目にする方向に影響を及ぼしていると捉えています。

FRB は躊躇し過ぎて後手に回った　　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8月31日現在

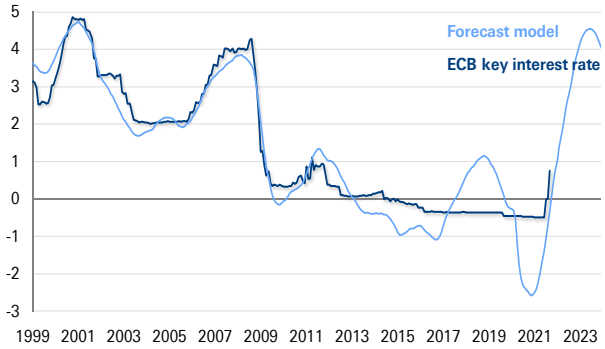
今後数ヶ月間、米国個人消費支出（PCEコア・デフレーター）は、インフレ目標の2.0%を大きく上回る約4.0%の水準に落ち着くと予想しています。足元は、米国民の富が依然として過去最高水準にあると見られることから米国の消費動向は安定した状態が続くと想定しており、足元の消費者信頼感指数の状況からは、消費者が労働市場の現状を肯定的に評価している様子が垣間見える等、失業率の低位安定が見込まれると考えています。

不安要素のひとつは、インフレ動向に大きな影響を与える住宅市場にあるのではないかと考えています。
最近、新築住宅販売等のデータに、金利上昇の影響と見られる減少傾向が確認されています。FRBによる金融引き締めを背景に住宅価格がピークをつけ始めている可能性があると考えられますが、今後は、このような足元見られる需要の弱含みが、住宅価格が下落に転じる引き金として既に十分なものであるかということが論点になると考えています。通常、一年程度のタイムラグで消費者物価指数に影響が表れてくるとされており、引続き動向を注視して行きます。

リスク要因としてのECB主要金利の上昇

ECBもまた、主要金利引き上げのサイクルにあると思われます。当社の金利予測モデルによると、過去に同等のファンダメンタルズであれば、ECBはすでに主要金利を4.0%超まで引き上げていたであろうことが示唆されています。一方、金融市場関係者は、ECBが2023年春に主要金利を2.75%に引き上げることを織り込んでいる状況が示されています。

ECBも急速に利上げする可能性　　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8月31日現在

目下、金融政策に影響を与える決定的な要因は、インフレ動向であると思われます。年末までにインフレ率が二桁になる恐れも一部で指摘されるなど、ECBは主要金利をさらに引き上げて対処を迫られる等、利上げに対する圧力が強まっていると見られます。

しかし同時に、ユーロ圏は景気後退に向かいつつある状況で、ドイツIFO景況感指数とユーロ圏企業景況感指数の動向に注目することは、今後のGDP成長率の落ち込みがどの程度になるかを占う一助になると考えています。尚、欧州全体の景気動向と連動するのは、銀行貸出とマネーサプライの伸びであると思われることから、これらの動向も注視しています。

欧州がすでに天然ガスをうまく節約し、代替供給源から入手可能な状態になっていると見られることは朗報です。景気後退の傾向が示されている為、ECBは12月に一旦利上げを休止し、来春まで主要金利の利上げサイクルを再開しないのではないかと予想されます。

欧州経済にとって、労働市場の状況は少なくとも明るい材料の一つであると思われます。足元のユーロ圏失業率は過去最低水準にあり、雇用は過去最高水準に近い状態にあると見られることから、多くの企業は、来年以降に景気拡大期が到来した際、労働者の確保が困難になることを非常に恐れており、迫りくる不況下でも従業員を解雇しないと予想しています。

日本のインフレは依然として低水準

日本の賃金動向は、依然として非常に弱い状況にあり、コア・インフレ率も約1.5%と低水準に留まっています。この状況下、日本の中央銀行は、拡張的な金融政策を維持することに固執していると思われ、緩和的な金

融政策と通貨安は、世界的な景気後退の傾向にもかかわらず、日本経済の安定に寄与すると考えられます。
　今後は製造業購買担当者景気指数や鉱工業生産指数等の主要な経済指標に比較的堅調な数値が反映してくると予想されますが、当面の間、労働市場も堅調に推移するのではないかと考えています。

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

W22-035