Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

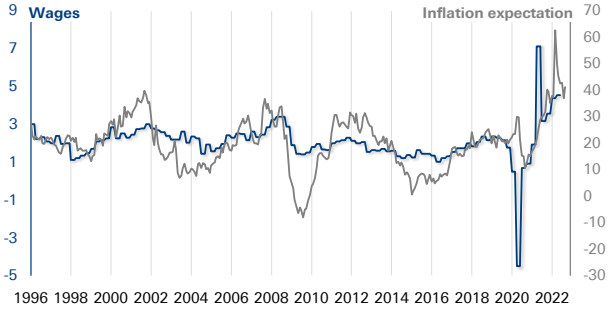
金融経済の見通し　　2022 年 10 月 31 日

ECB の綱渡り – 適切な均衡を見出せるか

欧州連合（EU）統計局（ユーロスタット）によると、９月の消費者物価指数（HICP）速報値は、前年同月比10.0%と過去最高を記録、同改訂値は約9.9%上昇と二桁には至らなかったものの、高水準の推移が続いています。当該ユーロ圏のインフレ率は総合指数であり、エネルギー価格の上昇が大きく寄与していますが、エネルギーと食料品を除いたコア部分でも、同インフレ率は5.0%弱の水準となっており、引続き、底堅い推移が見られます。

ユーロ圏では、民間家計の短期インフレ期待が過去数ヶ月で大きく上昇しており、今後はこうした数値がさらに上昇を続ける可能性が高いと見ています。かようなインフレ期待の高まりは、経験的にも将来の賃金形成に多大な影響を与え得ると思われ、実際にユーロ圏で、賃金に顕著な上昇傾向が示されてくるか注視しています。

ユーロ圏：短期インフレ期待が賃金動向の主な決定要因
賃金（前年比）と12ヵ月後のインフレ期待値
(回答者のバランス)



出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　　2022年9月30日現在

ユーロ圏では、足元で賃金物価スパイラルが発生するリスクが高まっているとの認識が広がり、ECB（欧州中央銀行）がインフレリスクを可能な限り早期に抑制すべく、主要金利の大幅な引き上げが必要な状況であるとの見解が多数を占めていると見られます。

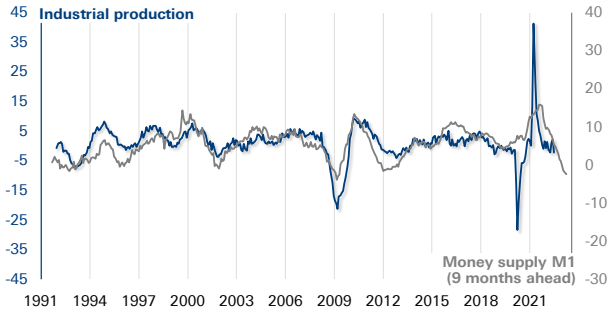
この状況は、金融市場のコンセンサス予想にも織り込まれていると見られ、当面の間、ECBによる金融政策上の意志決定は、概ね市場予想に沿ったものになる可能性が高いのではないかと見ています。実際に、先週のECB理事会では、大方の予想通り、前回9月から2会合連続となる0.75%ポイントの主要金利の引き上げが実施されました。

ユーロ圏：景気後退が金融政策を複雑化

現時点でメッツラーは、ユーロ圏の成長率について、2022年第4四半期を-0.9%、2023年の第1四半期についても同-0.9%と、ECBのリスクシナリオに近いマイナス成長を予想しています。このマイナス成長をもたらす不況の大元にエネルギー危機の存在があるのは自明ですが、ECBが、12月の金融政策を決定する理事会でさらに主要金利を引き上げるべきか、或いは当面の間、利上げを休止した方が良いかのジレンマに直面していると見られます。

金融政策のスタンスを投影する実質マネーサプライ（M1：通貨+要求払い預金）が明らかな低下傾向にあることに注目しています。ここで、要求払い預金は、銀行が融資を実行する、外国人が輸入代金を支払う、或いは、経済主体が消費の為に流動性の低い金融資産から要求払い預金にシフトする等の場合に増加すると考えられます。この為、ECBによる政策金利の顕著な引き上げが、経済主体の借入に対するインセンティブの低下に寄与することで、市中のマネーが流動性の高い形態で維持されるインセンティブが低下していると見ています。

先行指標はユーロ圏の著しい景気減速を示唆
単位：前年比



出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　　2022年9月30日現在

実際に、今後の ECB による金融政策のあり方を巡っては、識者の間でも意見が二分していると見られます。一つは、今回 10 月の利上げ決定後、一旦停止し、その後来年 4 月以降に再び利上げサイクルを継続するのが良いとする意見で、景気を過度に減速させないという意味において一定の論拠があると思われます。一方、根強いインフレへの警戒感を背景に、年内 12 月の時点で再び利上げを行うことにより、インフレ対策をさらに推し進める方が好ましいとする意見にも十分な論拠があると考えられます。結局のところ、利上げとインフレの狭間で、ユーロ圏経済がどれだけの耐性をもっているかの見極めの巧拙が、ECB による政策判断に問われている状況ではないかと思われます。

ユーロ圏経済の実態を把握すべく、とりわけ主要国のドイツ、フランス、イタリアなどにおける、購買担当者景気指数、IFO 指数、第 3 四半期 GDP など、重要な経

済指標の動向は、今後の ECB による金融政策判断にも少なからぬ影響を与える為、注視したいと考えています。メッツラーの分析では、ECB が利上げに関してどのような過程を辿るにしろ、2023 年末までに主要金利を3.5%程度まで引き上げる可能性が高いと見ています。一方、金融市場参加者の間では、目下、同時期までに3.0%程度への引き上げしか予想されていないと見られる為、これはやや楽観的ではないかと考えています。

米国：依然として底堅い

米国経済は、今年既に2四半期連続でマイナスとなりましたが、第3四半期は、エネルギー価格の安定や、実質的な消費が伸びたこと等を背景に成長に転じました。

しかし、賃金物価スパイラルに代表されるインフレ高進への懸念の他、10月の米総合購買担当者景気指数（PMI）速報値が47.3と９月の確定値49.5から低下していること、30年物住宅ローン金利の7.0%前後への上昇が住宅市場に甚大な影響を与えていると見られること等、引続きリスク要因には留意が必要と考えています。

総じて、こうした状況下、米国の消費動向は引き続き堅調振りを保っていると見られます。米国民の巨大な富の蓄えを背景に、来る2023年の景気後退が緩やかなものに留まるのではないかと考えており、今後も消費者信頼感指数の動向などに注目して行きます。

日本：円安の反動で円高に転じるのか

近時、米ドルの対円レートは、日米間の金利差の拡大を背景に、1990年以来の高水準となる1米ドル当たり150円超の水準まで上昇しました。しかし、日銀による金融政策のスタンスは、日本国内のインフレ率が依然として極めて低水準にある状況下、本格的な主要金利の引き上げに入って行くことに対して慎重な姿勢を続けるのではないかと見ています。

同時に、外国為替市場への介入も、円相場を安定させるのに十分ではない状況が顕在化していると思われます。このような背景から、歯止めの利かない円安スパイラルが迫っている可能性もあり、今後の為替レートの動向次第では、日本の金融政策が転換を迫られる可能性もあると見て注視しています。

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。

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

W22-039