Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 11 月 7 日

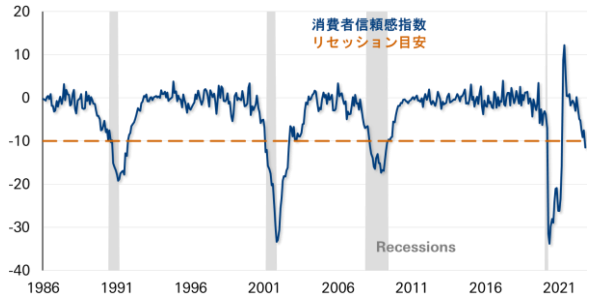
米連邦準備制度理事会：75bp の利上げを決定

米国で景気後退の兆しが強まっています。
逆イールドと住宅市場の低迷は、景気後退の先行指標として従来から信頼性が高く、それらは現景気サイクルでも景気後退のリスクを示唆してきました。10月の総合購買担当者景気指数(PMI)（速報）は47.3まで低下して4ヶ月連続で50を下回り、またISM製造業景気指数は50.2と2020年5月以来の低水準まで低下しました。

これまでのところ、労働市場は依然として堅調さを呈しており、景気後退を免れているとみられます。しかしここにきて、消費者が労働市場の顕著な減速を感じてるようで、状況は変化しつつあります。過去には、労働市場に対する消費者の評価は、景気後退の先行指標として非常に優れていました。

米国：消費者信頼感は景気後退の先行指標として有効

雇用の充足、前年差%ポイント



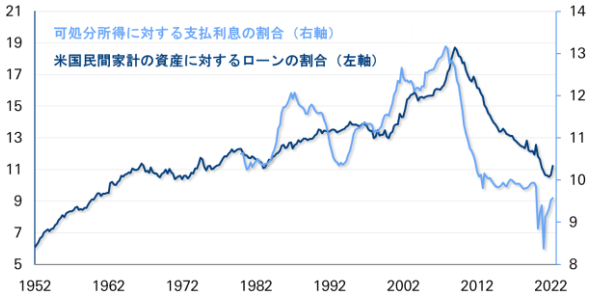
出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー　2022 年 10 月 15 日現在

労働市場の減速は、米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げサイクルの終了につながるのでしょうか。

米国：インフレリスクは残る

家計のバランスシートが非常に健全であるので、米国では特異な景気後退になる可能性があります。例えば、2009年半ば以降、家計負債はほぼ半減し、利上げにもかかわらず金利負担は軽いままです。

米国家計：負債削減から金利感応度も低下（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 9 月 30 日現在

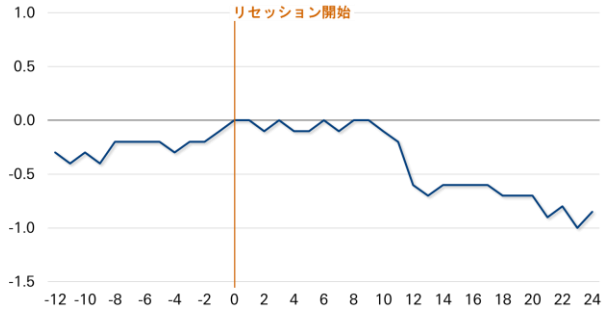
もしFRBが早々に利上げサイクルを終了させた場合、あらゆる年限で金利は低下するとみられ、新たな消費を喚起すると予想されます。その結果、望ましくないインフレ加速が起こるとみられます。したがって、FRBは当面利上げサイクルを継続しなければならないとみられますが、そのペースを75bpから50bpに減速させることが予想されます。

インフレ予測の問題点

経験上、金融政策の効果は1～2年のタイムラグを伴って現れます。従って、今日の金融政策は2年後に予想されるインフレ率に合わせて運営されるのが理想的です。しかし、主要中央銀行は10年以上前からそのインフレ予測に大きな問題を抱え、多かれ少なかれ自信を喪失しているようにみられます。このような背景から、中央銀行は現在のインフレ率に依らざるを得ないのです。歴史的には、コア・インフレ率は景気後退が始まってから9ヶ月後に減速し始めることが観測されています。つまり、景気後退に向かうとみられるにもかかわらず、コア・インフレ率は今後数ヶ月間高すぎる水準に留まる可能性があり、その場合、利下げに転じる可能性はかなり低くなるとみられます。

米国：景気後退開始後、コア・インフレ率が低下するまでの平均期間は約 1 年

景気後退前と景気後退時のコア・インフレ率の平均変化率（%）



出所: データストリーム、メッツラー

景気後退はどの程度になるか？

したがって、景気後退に向かっているようにみられるにもかかわらず、FRBは利上げを継続しなければならないとみられますが、そのペースは減速するとみています。不確実性は高いですが、メッツラーでは現在、政策金利のピークを5.0%近傍とみています。これは、景気後退の深刻さに関して疑問を喚起します。過去には、コア・インフレ率の2.0%ポイントの減速には、失業率が3.7%ポイント上昇することを伴いました。現在のコア・インフレ率は約5.0%であり、より大幅な失業率の上昇を伴う可能性があります。しかし、あまり歴史に頼ると誇張されてしまう可能性があることも念頭に置く必要があります。パンデミックまでのインフレは極めて弱く、また低インフレの時代に戻る可能性もあります。つまり、ここでも先行きの不透明感の高さは否定できません。

PCE コアインフレ率に基づく 1950 年以降のディスインフレーション

Inflation peak	Duration of Disinflation (months)	Decline in Core PCE inflation (% points)	Increase in the Unemployment rate (% points)
July 1951	42	6,9	3,6
June 1957	19	1,2	3,8
October 1959	24	1,2	2,3
May 1971	22	2,1	2,6
January 1975	17	4,1	4,4
November 1980	76	6,6	3,6
January 1989	104	3,4	1,7
August 2006	36	1,9	5,4
January 2012	34	0,8	No recession
May 2018	26	0,9	11,2
Median	**30**	**2,0**	**3,6**

注：コアPCEインフレ率のピーク／ボトムの決定方法は以下の通り。1）各インフレのピークは前のボトムより少なくとも0.6%ポイント高い、2）各ボトムは前のピークより少なくとも0.6%ポイント低い。失業率の上昇幅は、ディスインフレの際に発生した景気後退の起点に至る6ヵ月のボトムから景気後退終了後6ヵ月のピークへの変化を示している。1つのケース（1971年7月）では，ディスインフレが始まる8ヶ月前に当該リセッションが終了している。

出所： www.moneyandbanking.com/commentary/2022/6/19/the-costs-of-acting-too-little-too-late; メッツラー

ユーロ圏：米国同様、景気後退へ

7-9月期は、南欧の観光シーズンが非常に好調だったため、ユーロ圏GDP成長率は前期比年率+0.7%と6四半期連続のプラス成長となりました。エネルギー危機の影響によりユーロ圏は景気後退に向かっているとみられ、10-12月期以降はそれがより明らかになると思われます。10月のユーロ圏消費者物価指数は前年比+10.7%と再び過去最高の伸びとなりました。高いインフレ率と記録的な低失業率の組み合わせは、欧州中央銀行(ECB)が政策金利をさらに引き上げなければならないことを意味します。ただし、景気後退を理由に12月には一旦停止する可能性もあるとみています。

日本：緩和的な金融政策と通貨安が景気に追い風

日本経済は、米国や欧州の景気後退の動きからディカップリングすることが十分に可能であることが各種経済指標に表れています。

その理由として、財政政策がGDP比約+2.0%のプラス寄与となっているとみられること、金融政策が非常に緩和的であること、通貨安が輸出を促進していること、などが挙げられます。

2020年から2021年の非常に低調な2年間を経て、日本は今年の世界経済の全般的な低成長からいくらか逃れることができています。

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

W22-040