Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 11 月 14 日

ECB に求められる慎重な舵取り

経済学の大きな問題の一つに実験が不可能なことがあります。もし ECB（欧州中央銀行）が過去に異なる金融政策上の決定をしていたら、欧州経済がどのような展開を見せていたか論じることは容易でないと思われます。

しかし、過去の欧州経済で実際に起きたことに関して、ECB の金融政策に起因するのではないかと推論することは可能だと思われます。例えば、1929 年の世界大恐慌以来、最も深刻とされた国際金融危機（リーマンショック）に先立つ 2008 年 7 月に ECB が主要金利を引き上げたことが翌 2009 年に欧州の景気後退を大幅に悪化させたであろうことは疑いの余地が無いとする推論や、欧州ソブリン危機の最中にあって ECB が 2011 年 4 月と同 7 月の二度に亘り、主要金利を引き上げたことが当時の危機的な経済状況を加速させたとする推論などは成り立つのではないかと考えています。

ECB の研究によると、世界で主要な政策金利が利上げサイクルにある時期には、財政上、高水準の負債を抱えた最も脆弱な債務国グループに対して過度なストレスが掛かることが分かっています。近時、EMU（欧州通貨同盟）内のある国の信用度が、低ければ低い程、その国の対ドイツ国債スプレッドが顕著に拡大する傾向が度々観察されてきました。只、そのような時期には、金融市場関係者の極めて神経質な心理状態がスプレッド拡大効果をさらに増幅させていた可能性があると見て留意しています。

足元の金融市場に目を向けると、過度のストレスや危機的な兆候は見られませんが、欧州経済がすでに減速傾向を示しており、来たる 12 月に ECB が前回の理事会に続いて利上げを行う場合、景気後退に至る道筋をさらに悪化させ、債務危機のリスクまで高めることが懸念されます。実際にユーロ圏ではすでに金利が相当程度上昇している為、今後の金融政策の舵取りの巧拙次第では数ヶ月内にも、支払い困難に陥る企業や一般家計が表面化してくる可能性が高いと見ています。尚、実際に不況入りする場合は、所得や売上に冷水を浴びせて総需要を減退させると考えられる為、インフレ率を低下させる作用が強まることになると見ています。

こうした状況下、ECB 自体が、もし 12 月に政策金利を 50bp 引き上げると金融市場に危険な力学が惹き起こされる可能性があると見て、懸念を強めている状況も考えられ、金融市場参加者の間でも、ECB が 12 月に利上げを一旦休止したうえで、当面の状況を観察するのではないかと見る向きが増えているように見受けられます。

メッツラーでは、今冬から来春頃にかけてユーロ圏経済の状況は、インフレ高進と景気後退の狭間で ECB の金融政策の舵取り次第で大きく振幅する不透明感の強い状況が続くのではないかと見ています。

総じて、ECB が現在の環境を踏まえて慎重な行動を取るとすれば、次の利上げ時期を 2023 年春頃まで待つことになると思われ、実態経済の体力が比較的保たれることでその後に再びインフレ対策として主要金利の引き上げが必要になる場合に柔軟な対処が可能になると考えています。一方、ECB が 12 月に足元のインフレ対策を優先して利上げを断行する場合は、2023 年第 1 四半期に向けて実態経済が強いストレスを受けると考えられ、再び深刻な景気後退に対処すべく利下げに転じる状況になると見ています。

米国：注目されるインフレ率

現在、米国のインフレ率には低下傾向を示すシグナルが増加しつつあると見られ、ブルームバーグのエコノミスト調査でも低下傾向が予想されています。ここで、より重要と考えられるコア・インフレ率に注目すると、足元は 6%台で横這いの推移が続いていると見られます。こうした現状は、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融引き締めの手を緩められる状況ではないと思われますが、一方、米国でも景気後退の兆候が顕在化しつつあると見られ、今後は NFIB 景気指数等の経済指標を注視して行きたいと考えています。

アジア：低インフレ

中国の低いインフレ率は、経済危機による消費低迷の結果だと思われます。中国政府による景気刺激策は、ゼロコロナ政策による経済活動の低迷と不動産市場危機による負の影響を相殺するには依然として力不足であり、同国経済の浮揚を維持するのみに留まり、当面は大きな成長の原動力にはなり得ないと見ています。こうした状況は、経済指標に反映しており、クレジット・インパルス等の数値動向も足元は緩やかなものに留まっていると見られます。中国経済で唯一の明るい材料は輸出ですが、これも欧州と米国の景気後退を考えると、直ぐに弱まる可能性があると考えています。

日本では、低インフレの原因は、低賃金ダイナミクスにあると見ていますが、従業員或いは組合側が賃上げを要求したり、企業側から賃上げを申し出るには、依然として高いハードルがあると思われます。

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

W22-041