Advertising information of Metzler Asset Management GmbH

METZLER Asset Management

market:update

金融経済の見通し

2022 年 12 月 19 日

金融政策：鍵を握る労働市場

米国ではパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長がコア・インフレの見通しについて講演を行い、コア・インフレを財、住宅、サービスの3要素に分類し説明を行いました。

サプライチェーンのひっ迫状況が著しく緩和され、小売業者の在庫が高水準にあることから、今後数ヶ月間の財価格インフレは著しく減速すると思われます。さらに、住宅価格は7月から9月にかけて著しく下落しました。興味深いことに、こうした市場価格の動向が消費者物価指数の家賃に反映されるまでには長い場合で12ヶ月程度かかります。したがって、来年7月以降、家賃も大幅な下落を示し、インフレの緩和に寄与するとみられます。

サービスは、エネルギーと食料を除いた消費者物価指数に占める割合は約50%です。パウエルFRB議長は、生産性の伸びが低いためサービスインフレは主に賃金動向の影響を受けると説明しました。11月の米雇用統計では、時間当たり賃金は前年比+5.1%の上昇を記録し、大きなインフレ圧力になっているとみられます。

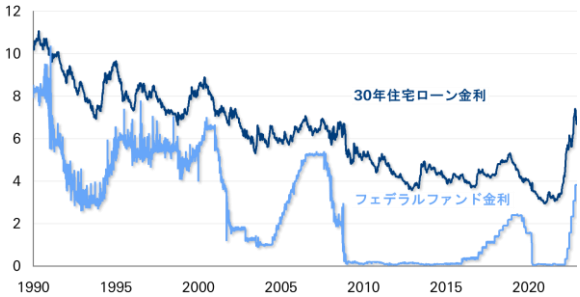
メッツラーでは2023年の米消費者物価指数の予想を前年比+3.5%とし、ブルームバーグのコンセンサス予想である同+4.3%を下回っていますが、これは米国経済についてソフトランディングではなく景気後退を予想しているためです。財及び不動産価格は予想されている以上に下落するとみられます。しかし、大きな不確定要因は賃金動向であり、来年の賃金動向を過小評価するリスクがあります。

FRBの金融政策はすでに非常に引き締め的

特に労働市場が堅調なことから、12月にFRBは市場予想通り政策金利を0.5%ポイント引き上げました。米国の金融政策はすでに非常に引き締め的とみていますが、これは特に30年物住宅ローン金利に表れていると考えます。同金利は2021年7月の過去最低の3.11%から、約7.4%まで上昇しました。この水準の住宅ローン金利は、1990年代に政策金利が5.5%前後で見られた水準です。30年物住宅ローン金利は、現在の政策金利の水準からすると、異例に高い水準にあるとみられます。

その理由のひとつは、サンフランシスコ連邦準備銀行が示したように、フォワードガイダンスと中央銀行バランスシートの縮小が、経済にさらなる引き締め的な圧力を与え、その効果が住宅ローン金利に反映されているためと考えられます。

米国の金融政策はすでに非常に引き締め的（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 12 月 5 日現在

これは、12月の追加利上げは、今後数ヶ月の間に米国経済を予想以上に減速させる可能性があることを意味します。

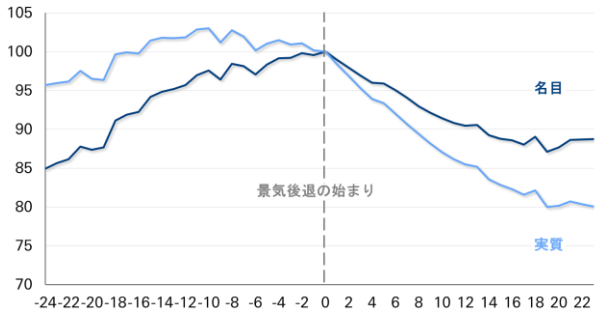
経済見通しが株式市場を左右しよう

ここ数週間、米国株の株価収益率（PER）が再び顕著に上昇しています。11月末には、12ヵ月先の企業収益予想に基づくPERが18倍を超える水準に達しました。このPERの高さは、金融市場関係者が現在、過度に悲観的でないことを示唆しています。しかし、2023年以降を見通すと、金融政策の転換がない限り、現在の高い水準からさらにPERが上昇するとは考えにくいとみています。

PERがあまり変動しないとすれば、株価変動の機会やリスクは、企業収益の動向によってもたらされます。米国経済が景気後退に陥る場合、企業利益は通常10～15%程度減少すると予想されます。

米国：景気後退入り前後の MSCI USA の 1 株当たり利益の推移

平均EPS：景気後退入り＝100、1970年以降の全景気後退期



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー

しかし、I/B/E/Sの業績予想によると、米国経済がソフトランディングする場合は、米国企業利益は+5%あるいはそれ以上になるとみられています。その場合、株式市場は緩やかに上昇する可能性があります。

メッツラーでは、米国の景気後退と企業収益の減少を予想し、これが特に上半期の株価に下押し圧力となる可能性があります。下半期には、金融政策が転換し、バリュエーションが上昇することで、再び株価が反発する機会が訪れると見ています。

ECB：利上げ継続

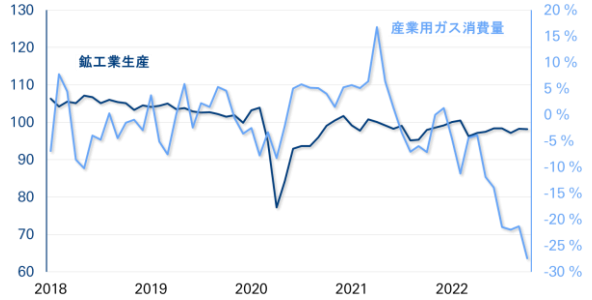
欧州中央銀行(ECB)は市場予想通り政策金利を0.5%ポイント引き上げました。これにより、今年のユーロ圏の政策金利の引き上げ幅は2.5%ポイントとなり、異例な幅で金利上昇ショックが発生しました。現代の経済史上、これほど多くの各国中央銀行が同時に、これほど大きなステップで政策金利を引き上げた事例はみられません。

経済協力開発機構(OECD)とECBのシミュレーションによれば、ユーロ圏外の中央銀行による政策金利の引き上げは、ユーロ圏経済にも非線形な影響を与えるとしています。すなわち、実体経済面としては欧州の輸出減少により、金融面としては国際的な金融市場の状況悪化によりユーロ圏経済に影響を与えます。一例として、最近、欧州と米国の銀行が融資基準を著しく厳格化しています。こうしたなか、世界経済が予想以上に減速するリスクがあります。

少なくとも、最近の欧州経済は、懸念されていたような減速はみられませんでした。例えば、ドイツの鉱工業生産は、10月のガス消費量が過去4年間の同月平均比で約30%減少したにもかかわらず、安定を維持しています。

ドイツ 鉱工業生産とガス消費量

産業用ガス消費量の過去平均比（2018年～2021年）（単位：%）



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー、Federal Network Agency
2022 年 10 月 31 日現在

また、欧州の他の国々でも予想以上の経済指標がみられ、エコノミストの多くが10-12月期のGDP予想を見直しました。これらの好材料は、ZEWの景気期待指数の反発にも反映されていると思われます。

基本的には、4月まで欧州経済は緩やかな景気後退に入ると見ています。エネルギー価格の高騰に対する欧州産業界の優れた適応力と消費者の節電努力により、深刻な景気後退は回避するとみられます。とはいえ、中央銀行は緩やかな景気後退局面であっても政策金利を引き上げるべきではなく、ECBが利上げをするたびに景気後退が深刻化するリスクは増大します。

中国：視界不良

中国政府は、内需を支えるために新たな大規模な景気刺激策を準備しているようです。11月の同国の輸出が顕著な落ち込みを記録し、見通しも暗いため、内需刺激策は望ましいものです。問題は、刺激策を打ち消すような感染拡大が起こるか否かで、今後数週間の感染状況の推移が注目されます。

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

W22-046