

market:update

Capital Market Outlook, Week 13

2026年3月25日

2022年型の金融環境の再来か

目下、ホルムズ海峡を巡る情勢は予断を許さない状況が続く、米国・イスラエル軍による同海峡付近のエネルギー生産・加工施設への攻撃など、最近の中東情勢は、様々な情報が交錯する中、事態がさらに悪化に向かう可能性を議論する向きも見られます。原油価格は、乱高下が続く、1バレル100米ドルを上回る水準感が現実化しており、さらなる水準の切り上げも予想されています。

こうした状況は、ヨーロッパ諸国にとって2022年に起きた厳しい金融経済環境を彷彿とさせるものと言えます。当時は原油をはじめとするエネルギー価格ショックによってインフレ率が急上昇する状況下で景気減速が引き起こされました。欧州中央銀行（ECB）は、急激に進行するインフレを抑制すべく、景気減速下で利上げを余儀なくされ、債券価格と株価が同時に下落しました。

今年2月下旬、米国・イスラエルとイランの戦闘開始後、金融市場では2022年と同様の傾向が顕在化しつつあると見られます。実際にMSCI欧州指数とICE BoFAユーロ国債指数の双方において、足元で顕著な下落が確認されており、原油・ガスの供給ショックに起因して、株式と債券の相関レジームに変化が生じて分散効果が失われた可能性が考えられます。興味深いことに、こうした供給ショックの局面では、短期のインフレ・スワップが、リスク資産に対する有効なヘッジ手段になり得ると思われることです。ユーロ2年物インフレ・スワップ・レートが示唆する今後2年間の期待インフレ率は、年初の約1.6%から直近では約2.8%へと上昇しており、有意な変化が見られることに注目しています。

ユーロ圏のインフレ懸念

2年物インフレ・スワップのパフォーマンス (%)
 (2007年1月31日=100)



* 2026年3月18日迄のデータ

出所: Bloomberg, Metzler 2026年3月18日時点

経済ショック

エネルギー価格の急騰によって、今後数カ月はインフレが大幅に上昇するだけに留まらず、経済成長も阻害されるか、実際にどの程度の景気減速が顕在化し得るかに留意する必要があると思われます。実際に、世界の購買担当者指数（PMI）、ドイツのIFO景況感指数の他、GfK消費者信頼感指数に示されるドイツの消費者マインド等についても引き続き悪化していないか動向を注視しています。さらに、ユーロ圏のマネーサプライと信用動向を表す各種の指標にも注目していますが、とりわけ、マネーサプライの動きは、エネルギー価格ショックがインフレと経済成長にどの程度影響を与え得るかを示す指標として重視しています。

近年、マネーサプライには顕著な伸びが見られておらず、足元の景気には、2022年よりも景気が減速するリスクが大幅に高まっている可能性があると思われます。過去を振り返ると、2021年には、新型コロナ対策による大規模な金融緩和によって、M3マネーサプライが9%以上増加していたが、2022年にエネルギー価格が急騰しても家計や企業には支払い余力があったことが分かっています。しかし、2025年のM3マネーサプライの伸び率は僅か約3.3%に留まっており、急騰したエネルギー価格がもたらす物価上昇を賄う余力は乏しいと思われる。消費者は他への支出を削って生活に必要な資金を捻出する必要があると考えられます。その結果、ECBはインフレが進行する状況下で景気に配慮することを余儀なくされ、利上げに対して慎重になる可能性もあると思われます。




資本市場にとって極めて重要な人口動態

近時、人口動態の問題は、遠い将来の構造問題ではなく、足元のマクロ経済や資本市場を分析する際の中心的テーマになりつつあります。とくに中国に関してその傾向が顕著になっていると見られ、人口約14億人の中国では、2025年の出生数が僅か790万人となっていることから、かつての「人口増加の追い風」が急速に失われている状況が確認されています。ここで、出生率が一定で平均寿命が80歳という単純な前提を置くと、中国の人口は2105年に6億3,200万人まで減少するとの試算結果が示されますが、これは単なる統計上の変化に留まらず、労働力の余剰、高水準の投資、巨大市場という中国経済を支えてきた従来の成長モデルが終焉する可能性を示唆しています。

market:update

人口動態

単位、100万人

	Population in 2024/25 	Births in 2024/25 	Population in 2104/05* 
China	1,400	7.9	632
EU	450	3.6	288
USA	341	3.6	288
Japan	123	0.7	56

* Assuming a constant birth rate and an average life expectancy of 80 years

出所：Statistical agencies、Metzler

2026年3月20日

欧州（EU）についても、中国と同じ道を辿っていることは否めませんが、そのペースは緩やかなものと言えます。EUの人口は2024年時点で約4億5,000万人、出生数は年間約360万人であることが分かっており、上表の試算で2104年に人口が約2億8,800万人にまで減少することに、生産性の伸びが弱いことも考慮して、ECBはユーロ圏の潜在成長率を年1%程度、ドイツ経済諮問委員会はドイツの潜在成長率を0.2~0.5%と推計しています。

米国は、人口動態の課題が比較的軽いように見えますが、トレンドは決して楽観出来るものではなく2024年の人口は3億4,100万人、出生数は360万人で、長期的には人口が2億8,800万人に向かうと推計されています。しかし、中国や欧州との違いは、人口動態そのものではなく、生産性・イノベーション・移民の存在が、人口減少という逆風を緩和し得る可能性が高いと見られる点だと考えています。米国では近時、生産性の顕著な加速が確認されており、欧州より高い生産性の伸び率が明確になっています。

人口動態の専門家であるペンシルベニア大学のヘス・フェルナンデス＝ビリャベルデ教授は、出生率の低下は、曖昧な文化的ムードによって引き起こされるのではなく、極めて具体的な経済的・社会的要因によって引き起こされると指摘しています。第一に、世界的な不動産価格の高騰により、家庭を築くことが経済的に益々困難になっていることがあり、第二に、子供の教育や養育にかかる費用が急激に上昇しており、親は限られた資源をより少数の子供に集中せざるを得なくなっていることがあります。そして第三に、男女の役割に対する期待の乖離が拡大しており、とくに多くの新興国ではインターネットやソーシャルメディアがその傾向をさらに強めて

いると見られることがあります。即ち、人生設計、パートナーへの期待、そして経済的現実が想定からかけ離れると、結婚率と出生率はほぼ必然的に低下します。その結果、富の水準、宗教、文化に関係なく、ほぼ全ての国で出生率の急低下が観察されています。

こうした状況下、資本市場にとっての含意は明確だと思われま。実際に、人口動態は、トレンド成長率、金利、企業利益動向、バリュエーション等を左右する決定的要因になりつつあります。労働人口が縮小すると、長期成長率を押し下げる他、年金・医療制度といった財政負担を高めることになる為、实体经济の中で、勝ち組となるセクターを変化させると考えられます。生産性を高めるビジネスモデル、例えば、自動化、ロボティクス、AI、医療技術、特定の社会・産業インフラ等は恩恵を受ける一方、人口増加や信用拡大、不動産需要の持続的増加等を前提とする経済やセクターは圧力に晒されると思われます。

投資家にとって、今後は、「割安か割高か」を見分けることよりも、いかに「人口動態の逆風を生産性向上で克服できる経済、或いは企業であるか否か」を判断する能力が成否を分ける重要な要素になると思われま。高齢化社会において、生産性の向上は、決して贅沢品ではなく、停滞を防ぐための最後の防衛線だと考えられます。人口動態は単に社会構造を変えるだけでなく、資本市場の風景そのものを作り変え得る事象ではないかと考えています。

率直に言えば、米国は人口動態が、総じて良好だと思われ、生産性の成長も高い為、グローバル相対比較において魅力的に見えます。中国については、今後高い生産性の成長を達成できるかは不透明で、経済が極めてバランスを欠いた状態にあり、政府は産業政策に多額の資金を投じているものの、後年、限られた資源の配分を誤ったとの評価が下される可能性もあると思われま。しかし、中国は多くの分野で非常に革新的であることも事実だと思われ、生産性を大幅に高めるチャンスも十分にあると考えられます。これに対し、欧州は、人口動態が悪く、イノベーションも乏しい状況であることは否めないことから、ドイツを始めとする欧州諸国は、成長を促す改革が、以前にも増して急務になっているのではないかと考えています。

market:update



メツラー・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、メツラーグループが提供する情報をメツラー・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害について一切責任を負いません。
- 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.) 本資料で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

W26-010