

market:update

Capital Market Outlook, Week 14

2026年4月1日

ECBの政策金利はコアインフレに追随するか

ホルムズ海峡の封鎖により、原油をはじめとするエネルギー価格は、高止まりが定着しつつあり、これらが紛争開始前の水準に戻るには相応の時間が必要になると見られます。エネルギー価格の上昇による物価全般への影響は、早ければ3月或いは4月のインフレ指標において表面化する可能性が高いと思われ、ユーロ圏のインフレ率は、2026年2月の1.9%から3月には加速して大幅に上昇していると予想されます。一方、コアインフレ率は2.4%程度で安定的に推移している可能性が高いと思われれます。

目下、主要中央銀行にとって最大の懸念材料は、エネルギー価格の急騰が、物価上昇における間接効果や二次的効果を引き起こすこととなり、インフレ率が長期間に亘り、インフレ目標から大きく上方へ乖離した状態が続くことではないかと考えられます。

前述の間接効果には、化学原料、プラスチック、肥料、金属、半導体産業向け中間財などの価格が大幅に上昇すること等が挙げられ、これらは時間差を伴って消費者物価に波及すると見られています。つまり、今回の対イラン武力攻撃による波及効果は、エネルギー供給面のみならず、産業のバリューチェーン全体に対して、広範囲な影響を及ぼし得る問題となりつつあります。尚、二次的効果については、賃金・物価スパイラルの発生や企業の利益率が継続的に低下することを意味しており留意されます。

仮に、間接効果や二次的効果が存在しない世界を想定すると、中央銀行はインフレ急騰に対して反応する必要はなく、現在の状況からの道筋は、インフレ率が自然に目標水準へ回帰するのを待つだけになる可能性が高いと思われれます。そうした環境では、コアインフレ率は、安定的かつ低水準のまま推移することが考えられる為、望ましいシナリオであると言えます。

しかし、実際には、2026年の秋以降、間接効果が（コア）インフレに対して、徐々に強く影響し始める可能性が高いと思われれます。現時点では、実際の影響の度合いは不透明ですが、このような間接効果はコアインフレの動きにおいて、とくに顕著に表れるのではないかと考えて注視しています。

メツラーは、2027年のコアインフレ率が、前年比で約0.5%ポイント上昇すると予想していますが、これに対して、欧州中央銀行（ECB）は、コアインフレ率の上昇分に追随して政策金利を引き上げるべきであろうと考えており、そうした前提では、政策金利は、2.5%程度が妥当な水準になるであろうと考えています。

一方、労働市場は、各地で不確実性をもたらす根源になり得ると考えています。ユーロ圏、米国、日本では、失業率が、いずれも歴史的な低水準にあります。賃金・物価スパイラルの発生リスクが存在することは明らかだと思われ、もしこれが現実化した場合、より大幅な利上げが必要になると思われれます。

総じて、エネルギー価格のさらなる上昇、間接効果の強まり、賃金・物価スパイラルの発生などが引き起こされる想定では、ECBが政策金利を再び4.0%まで引き上げざるを得ない状況も現実的なシナリオとして想定しておく必要があると考えています。

米国：政治的圧力が利上げを阻む

米連邦準備制度理事会（FRB）と米連邦公開市場委員会（FOMC）の独立性は、法律で強固に守られています。米国政府は「ロー・フェア（法の運用を通じた政治的・戦略的圧力）」を用いることで、金融政策の判断に間接的な影響を及ぼすことが可能であることは、近頃の動静から広く知られていると思われれます。

このような手法に直面すると、総じて中央銀行関係者は、様々な訴訟に何年も対応するような事や、自身のキャリアに傷が付くような事態を是が非でも避けたいと考えるであろうことは想像に難くないものです。こうした背景から、今後数ヶ月でインフレが明確に加速したとしても、米国の政策金利は年末まで据え置かれる可能性が高いと予想しています。

米国は、エネルギー純輸出国であり、米国内の天然ガス価格は、足元で殆ど上昇していないと見られます。その為、米国の成長見通しにおける下振れリスクは、他国との対比において最も小さいと考えられます。今週発表予定のISM景況指数、小売売上高、消費者信頼感指数などの主要な経済指標も、概ね堅調な結果が示される可能性が高いと見ています。

market:update

中国：ホルムズ海峡封鎖は「存亡の危機」

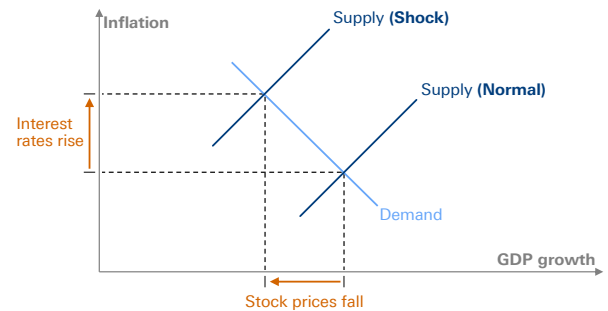
中国の石油備蓄は輸入量の3~4ヶ月分、天然ガス備蓄は1~2ヶ月分しかないと言われています。従って、ホルムズ海峡が長期に亘って封鎖されることは、中国にとって存亡に関わる危機になり得ると見ています。中国のエネルギー輸入の大部分は、歴史的に中東に依存しており、中国は、戦争が速やかに解決されることを望んでいる為、仲介役として動く可能性があると思われます。実際、中国経済は、最近まで好調な状況が確認されており、今週発表予定の購買担当者指数（PMI）にも堅調さが示される可能性があるとして注目しています。

地政学についての考察

本質的に、地政学的イベントが世界経済に影響を及ぼすのは、経済活動に不可欠な投入財の供給が減少する場合に限られるのではないかと考えています。例として、1970年代の石油禁輸、近年では、中国によるレアアース輸出規制、ロシアのウクライナ侵攻後のエネルギー危機などが挙げられます。

一般的に、供給ショックはGDP成長率の低下とインフレ加速を引き起こしますが、通常、スタグフレーション局面では、株価と国債価格が同時に下落することが広く知られていると思われます。現実にはインフレが加速すると、中央銀行は、利上げによって対処する必要に迫られる為、結果として、金利上昇が引き起こされ、景気減速によって株式市場は下落することになります。

地政学とは、原材料とサプライチェーンをめぐる「権力の行使」である



出所：メツラー

もっとも、戦争のような法やルールが機能しない世界では、自国の主張や目的を達成する為、各国が原材料やサプライチェーンを交渉の道具として利用するような状況が度々見られますが、そのような事態は今後も繰り返し起きる可能性が高いと考えられます。こうした状況下、歴史的に、短期インフレスワップが有効な分散手段として機能してきたことは注目に値すると考えています。



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

market:update

- 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ます。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ます。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

W26-011