

2021年11月1日

債券市場：10-12月期にインフレ懸念がさらに高まる可能性

7-9月期の欧州債券市場では、表面的にはほとんど何も起こっていないように見えました。ICE・バンク・オブ・アメリカ債券指数は、ドイツ国債は約0.1%のマイナス・リターンで、投資適格社債は約0.1%のプラス・リターンでした。しかし、水面下ではインフレ期待が跳ね上がっています。例えば、7-9月期に、ドイツ10年物国債の名目利回りは約▲0.2%と期初比ほぼ横ばいでしたが、インフレ期待は期初の約1.3%から期末には約1.7%に上昇しました。これはすなわち、実質利回りが7-9月期中に▲1.5%から▲1.9%に低下したことを意味します。2008年の世界金融危機以前は、経済成長と実質利回りの間には高い相関関係がありましたが、ユーロ圏の実質GDPが4-6月期に前四半期比2.2%増と非常に高い伸びを示したことを考えると、実質利回りが低下したことは異例なことと言えます。

食品、エネルギー、中間財の価格が大幅に上昇したことは、しばしば「旧産業の復讐」と呼ばれています。デジタル経済といえども、食料、エネルギー、住宅の十分な供給は必要です。サプライチェーンの「ストレス」に起因する供給不足は、10-12月期に大幅に緩和されることはなく、むしろ一層強まり、価格上昇圧力を高める可能性があると考えています。その一方で、米国では賃金上昇が加速する可能性があります。生産性の向上によって労働コストの上昇を吸収できるかどうかはまだ不透明です。このように、10-12月期にインフレ懸念が高まる可能性を示唆するものが多くあります。今のところ、債券市場参加者は特に懸念していません。というのも、インフレ・スワップには、今後2年間は高いインフレ率が織り込まれていますが、中期的にはまだ低いインフレ率しか織り込まれていないからです。そのため、金融市場参加者が中期的なインフレ・リスクを再評価することで、債券市場の心理が急変するリスクがあります。その場合、中央銀行は金融安定性への信頼の喪失を早期に食い止めるために、予想外に急速な政策金利の引き上げで対応しなければなりません。そのため、中央銀行が信頼を維持し、安定した利回り環境を確保し続けることができるかどうか、今後の見通しの決め手となります。

株式市場：短期的には波乱含み、長期的には魅力的

先進国の株式市場は、期初比ほぼ横ばいで7-9月期を終えました。配当金のおかげで、MSCI欧州指数とMSCIワールド指数のトータル・リターンはそれぞれ0.6%、0.7%となりました。これとは対照的に、MSCIエマージング・マーケット指数は6.6%のマイナス・リターンとなりました。これは、中国の不動産市場における規制強化やその他の問題に見舞われた中国株のウェイトが高いためです（以上、すべての株価指数のトータル・リターンは現地通貨ベース）。7月初めから9月初めまで、株式市場はそれまでの上昇トレンドを続けていましたが、9月後半にトレンドは反転し、四半期を通してみると株式市場はほとんど横ばいでした。その背景には、米国でテーパリング（量的緩和策の縮小）の議論が活発化していることや、中国最大の不動産会社である中国恒大集団の債務問題に伴う中国経済の急減速懸念があると考えられます。

基本的に、金利が低く、企業収益見通しが良好であることから、株式は投資対象として魅力的だと考えます。メッツラー・アセット・マネジメント GmbH の計算によると、現在、欧州株式のリスクプレミアムの推定値は約8.5%です。すなわち、中期的には、欧州株式はドイツ国債（10年物）に対して、リスクプレミアムに相当する年平均超過リターンを生み出す可能性が高いと考えられます。しかし、短期的には、株式市場はいくつかの障害を乗り越えなければなりません。例えば、インフレ懸念とそれに伴う国債利回りの上昇が株式市場にとって重しとなる可能性があります。加えて、米中貿易摩擦が激化すれば、株価に悪影響を及ぼす可能性があります。一方、サプライチェーン問題は、一部の企業が恩恵を受けていることや、供給不足が将来的に緩和される可能性が高いことから、株式市場にとってそれほど深刻な影響を及ぼすことはないと思われます。

ユーロ圏経済：サプライチェーンの逼迫、エネルギー・食品価格の上昇が欧州経済の成長鈍化を招く

7-9月期の欧州企業は、サプライチェーン（供給網）のボトルネックが深刻化し、生産の抑制を余儀なくされるなど、異例の事態に直面しました。例えば、ドイツの自動車産業は、期初時点で既に高い水準だった受注残高が当四半期中にさらに増加したにもかかわらず、自動車生産量は減少しました。これは、半導体が不足しているためです。ただ、価格

market:update

2021年11月1日

の上昇が「必要な供給対応のための適切な市場シグナル」を発していることから、サプライチェーン問題はすみやかに解消されると考えられます。例えばコンテナ運賃においては、上海からロッテルダムまでの運賃が、2020年11月には40フィートコンテナ（長さは約12m、幅と高さは約2.4m）1本あたり約2,000米ドルだったのが、最近では14,000米ドルを超えています。従って、足元の最大の関心事は、現在不足している中間財をどれだけ早く生産できるかということです。当面、世界経済は旺盛な需要回復が見られることが予想されます。従って、需給バランスが本格的に解消され始めるのは来年半ば以降になると考えられます。そのため、欧州経済はしばらくの間、ブレーキのかかった状態で成長を続けることになると見えています。しかしながら、サービス業の再開が加速していることから、7-9月期の成長率は前四半期比2.2%増と異例の高さになっていると予想しています。

一方で、迫りくるエネルギー危機や食糧危機は構造的なものである可能性が高いと考えられます。気候変動が世界の食糧生産に影響を及ぼしつつあります。世界の人口は増加しているため、食糧生産量の伸びを世界人口の増加が上回る「マルサスの罠」が迫っていると言われております。食糧生産の確信に適切なインセンティブを与え、肉から野菜への食糧消費のシフトを確実に行うためには、食料価格の大幅な上昇が必要となると考えられます。しかし、食料価格の高騰は、貧困国の社会的平和を脅かす可能性があります。そのため、すぐに、欧州や世界の農業政策が議論的に戻ってくることを考えられます。一方で、気候変動の影響を緩和するために、化石燃料の生産量を削減する取り組みが世界中で行われていますが、化石燃料の使用量低下は政治的に望まれているものとはいえ、足元では化石燃料の不足という形でエネルギー価格の急激な上昇を引き起こしています。市場経済の観点からすると、気候変動に配慮した代替エネルギーへの投資やイノベーションの開発に向けた大きなインセンティブとなるため、これは歓迎すべきことです。しかし、冬季には、欧州のエネルギー供給に大きな圧力がかかり、供給のボトルネックや価格上昇などの大きな課題に直面する可能性もあります。

全体的に見て、インフレ率の顕著な上昇が危惧され、これは来年にまで継続する可能性もあります。その結果、金融市場ではインフレ期待が高まっています。ただ、ユーロの10年物のインフレ・スワップは現在1.85%の水準です。欧州ソブリン債務危機以前の平均的な水準は約2.25%でしたが、当時のインフレ期待は、まだECB（欧州中央銀行）のインフレ目標に沿ったものでした。そのため、ECBは金融政策を早急に引き締める必要性に迫られていないと考えられます。従って、PEPP（新型コロナウイルス対応の緊急資産購入枠）を今後どうするかについては、ECBは12月まで時間をかけて決定するものと考えられます。

米国経済：来年に利上げ開始も

米国経済は、雇用市場の大きな不均衡に悩まされることが多くなっています。8月には1,170万もの求人件数があったにもかかわらず、9月の失業者数は約840万人でした。この雇用市場における不均衡は4月から見られています。その後毎月拡大を続けています。これと並行して、賃金の上昇も著しく加速しています。2020年12月から2021年4月までの賃金上昇率が年率換算で3.5%だったのに対し、2021年4月から2021年8月までの賃金上昇率は年率換算で5.7%となっています。米国経済は力強く成長しており、先行指標は現在も堅調な成長を示唆していることから、雇用市場のボトルネックは今後数ヶ月の間にさらに強まり、結果として高い賃金圧力が持続すると考えられます。しかし、これは必ずしも高いインフレをもたらすものではありません。米国企業の多くは、新型コロナの感染拡大を利用してリモートやデジタル化を進めている模様で、今後数四半期のうちに生産性が向上する可能性は十分にあります。その結果、単位労働コストは緩やかな上昇に留まる可能性があり、そうなれば、大きなインフレ圧力を引き起こすことはなくなると考えられます。しかしながら、生産性が上昇すれば、経済成長を減速させることなく政策金利を引き上げることができるようになってきます。従って、早ければ来年にも、賃金物価スパイラルの発生や高い生産性の伸びを理由に、FRB（米連邦準備理事会）が政策金利を引き上げる可能性が一定程度あると考えられます。賃金物価スパイラルに対処するための利上げは、経済や株式市場に大きな打撃を与えることになると想定されます。一方で、構造的に高い成長率を背景とした利上げは、経済に影響を与えず、それゆえに株式市場にも影響を与えないと想定されます。FRBは、最近の経済危機を考慮して慎重かつ抑制的に行動する可能性があるため、2023年1-3月期の利上げが最も可能性の高いシナリオであるかもしれないと考えています。

2021年11月1日

アジア経済：日本は緊急経済対策を実施予定、中国は景気後退に直面

日本では、新型コロナの感染拡大第5波において一日の新規感染者数が8月末に新記録を達成しましたが、驚くことに、9月には感染者数が急激に減少しました。その最大の理由は、おそらく、ワクチン接種の進展だと思われます。感染者数の急減により、日本政府は東京をはじめとする18都府県の緊急事態宣言を解除することもできました。さらに、9月の終わりには、菅義偉首相の突然の辞任に伴う自民党総裁選が行われ、岸田文雄元外務大臣が新総裁に選出されました。岸田新総裁は、今後数ヶ月の間に数十兆円規模の経済対策を打ち出す意向を示しています。日本には、米国や欧州のような高いインフレ率の問題はありません。それどころか、8月の日本の消費者物価指数の前年同月比は▲0.4%でした。したがって、インフレ率が大幅に上昇する前に、経済成長率が上昇する余地はまだ十分にあります。新首相はこの余裕を利用するつもりようです。全体として、日本経済は今後数ヶ月のうちに成長が顕著に加速すると考えられます。

一方、中国では、景気の先行きは不透明です。中国政府は、年初から一貫して債務削減策を推進しています。特に、高水準の債務を抱えた不動産会社が多い不動産市場に焦点を当てています。規制の強化と不動産市場の低迷が顕著になり、国内最大の不動産会社である中国恒大集団は、約3,000億米ドルの負債を抱え、倒産の危機に瀕しています。10-12月中に中国恒大集団の秩序ある清算が行われると予想しています。この場合、債権者は損失を被ることになります。この政策の必然的な結果として、今後数ヶ月の間に中国の不動産市場は収縮することになると考えられます。従って、今後2四半期のGDP成長率は0%から3%の間にとどまり、中国が不況に陥る可能性は高いと思われます。しかし、中国政府が経済成長の崩壊に手をこまねいているとは考えにくく、非常に弱い経済指標が出た場合には対策を講じる可能性が高いと見ています。その際には、中国経済を消費の拡大と投資の縮小の方向にリバランスさせるために、消費を刺激することに注力すると思われます。

*Edgus Walli*

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

2021年11月1日

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. 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。
9. 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。
10. 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。
11. 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。

W21-041

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