

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年5月18日

サイドブレーキを引いたままでも中国経済は回復基調？

「急激ではあるが一時的な落ち込みの後で、中国経済は力強い回復を見せる」というシナリオは、4月に入り再び疑問の余地が出てきたようだ。中国国家统计局の発表する政府版の製造業PMI（購買担当者景気指数）は3月の52.0から4月には50.8に低下し、中国メディアの財新と英IHSマークイットの発表する民間版の製造業PMIは50.1から49.4に低下した。民間版の製造業PMIは主に中小規模の民間企業を調査対象としている一方で、政府版のPMIは主に大規模な国有企業を調査対象としている。この中国の製造業PMIの低下は、世界的な景気後退と中国の輸出品に対する世界的な需要の低下の結果と思われる。しかし、少なくとも中国の国内経済の改善傾向には変わりはない。政府版の非製造業PMIは3月の52.3から4月には53.2に、民間版の非製造業PMIは43.0から44.4に上昇したが、改善は意外と弱い。「政府の緩和策にもかかわらず、消費者はいまだに慎重で消費に消極的である」との報道が見られる。中国経済の正常化プロセスは、ゆっくりとしたスタートを切っているように見える。

こうした状況を受けて、中国政府は今後数ヶ月間、景気回復を加速させるための取り組みを強めていくことになるだろう。また、PMIはあくまでも拡散指数（定性的な調査結果を「増加/上昇」と回答した企業の比率と「同じ」と回答した企業の比率の半分の合計といった形で数値化して単一の値に集約したもの）に過ぎないため、感染症の世界的大流行のような例外的な状況下での妥当性を疑問視する声もある。したがって、鉱工業生産や小売売上高（ともに5月15日発表）等のハードデータ（生産や消費などの金額や人数などで算出される実数のことで、PMIのように聞き取り調査等によるものはソフトデータと呼ばれる）が、中国経済がどのような状況にあるのかを確実に把握するためにより重要となろう。消費者物価と生産者物価（ともに5月12日発表）、社会融資総量（5月14日発表）等、信用とインフレに関する経済指標も重要である。

中国：経済は既に底打ちか

中国は主要国の中で経済低迷後に底打ちしたと思われる初めての国である。そのため、中国は世界経済の先行指標となる可能性がある。その中国経済の回復が現在のところ緩やかであることは「今年後半に世界経済は力強い回復を見せる」とのメッツラーの見方と相容れない。しかし、中国の景気回復は今後数ヶ月のうちに加速すると考えており、世界経済回復についてのメッツラーの見方を堅持する。

米国：不況

米国では4月に経済活動が最も停滞しており、4月の小売売上高と鉱工業生産（ともに5月15日発表）は劇的な落ち込みを見せる可能性がある。現在、アナリストは4-6月期の米国のGDPが年率換算で30%以上のマイナス成長となると予想している。商品価格の大幅安等からも分かるように、コロナ危機は需要ショック（財・サービスへの需要の一時的な急減ないしは急増）が主であるため、インフレ（4月CPIは5月12日発表）は当面の間は問題にならないだろう。

余談：米国の貯蓄率上昇が物語ること

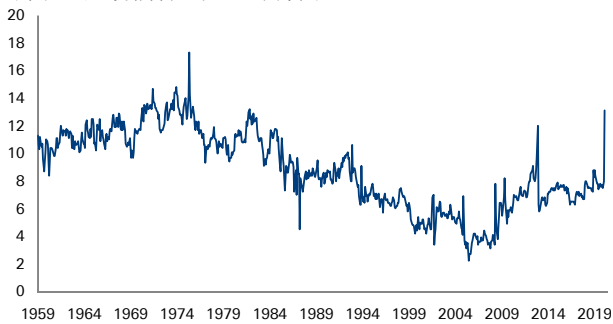
経済学の教科書では、貯蓄と投資については通常次のように説明される。ロビンソン・クルーソーは無人島に住み、小麦を栽培している。毎回の収穫の後で、彼は何粒の小麦を消費し、何粒の小麦を次の栽培のために植えるかを決めなければならない。消費を控えれば控えるほど、より多くの投資ができるようになり、将来的に彼はより多くの小麦を手に入れることができるようになる。

残念ながら、現代の経済では貯蓄と投資はそう簡単には機能しない。例を挙げて説明しよう。ある従業員が毎月の貯蓄額を1万円増やすことにした。これにより、資本市場における貯蓄の供給が増加し、それに伴って金利が低下する。しかし、他の世帯や企業、国や海外の個人・機関が毎月1万円の追加融資を受けようとしなければ、経済全体の需要は毎月1万円減少することになる。その結果、月1万円を稼いでその全額を貯蓄に回していたパートタイム従業員を、会社は解雇しなければならなくなる。彼の月々の貯蓄は解雇後にゼロになってしまう（誇張された話ではあるが、貯蓄と失業の関連性を説明するためのものである）。あるいは、その従業員が毎月1万円分余計に貯蓄に回し消費しないことで、起業家の収入が1万円減少してしまい、起業家はその結果、以前と同じ金額を貯蓄することができなくなってしまおう。マクロ経済レベルでは、このように貯蓄の総額は変わらず、被雇用者の貯蓄の増加は、失業者ないしは起業家の貯蓄の減少によって相殺される。しかし、経済全体の需要は1万円減少しており、経済成長にはマイナスの影響を及ぼす。貯蓄の増加による金利低下に企業が敏感に反応し、貯蓄の増加が企業による投資の増加につながる場合にのみ、ロビンソン・クルーソーの物語は当てはまるのである。企業の投資だけが将来的により多くの消費を可能ならしめる。しかし、実証研究によれば、金利は企業投資に大きな影響を与えないことが多々あることが示されている。

米国では、3月の家計貯蓄率が可処分所得の13.1%に上昇したが、これは1975年以来の高水準である。政府の大規模な支援策により、全世帯が一斉に貯蓄を増やすことができるほど家計所得を十分に安定させることができた模様である。民間家計の貯蓄の増加は、政府の借入の増加によって相殺される。国の所得支援がなかったとしたら、失業者の増加で家計所得は壊滅的な状況となり、貯蓄は激減していただろう。このことから、米国政府の援助は実際に消費者のもとに届いていると結論づけることができる。

米国の貯蓄率は1975年以来の高水準に

米国の可処分所得に占める貯蓄率



出典： Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.3.2020

米国の貯蓄率が上昇した理由として以下の三つが考えられる。

- ① 隔離規制による強制的な貯金（ステイ・ホームのためにお金の使い道が少ない）
- ② 新型コロナウイルスの世界的な大流行による不確実性の高まり（将来不安による消費の手控え）
- ③ 世界が根本的に不安定になったとの見方

上記①と②の理由が当てはまるとすれば、新型コロナウイルスの流行終了後に貯蓄率は危機以前の水準に戻り（すなわち貯蓄率は低下）、それに伴う消費ブームが起これると予想される。上記③が決定的な理由であれば、米国の消費者は世界経済の成長エンジンとして機能しなくなり、輸入が著しく減少する結果、米国の経常収支の赤字は構造的に改善されることになるだろう。

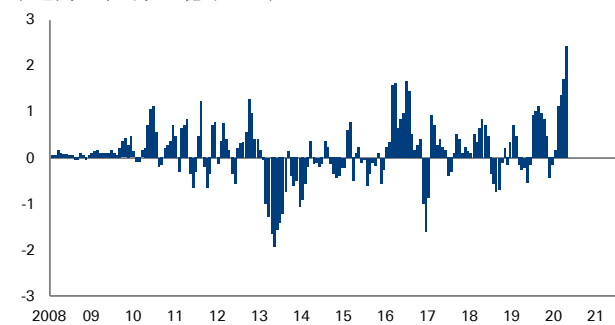
注目の金価格

メツラーの金価格のファンダメンタルズ・モデルによれば、年間平均の金価格（すなわち短期の金価格のブレをならして平滑化したもの）は、米ドルの対外価値、長期インフレ期待、米国の総債務残高の三つに大きく影響される。緩やかな米ドル安、安定したインフレ期待、米国の債務の増加をメツラーは予想しているため、金価格は構造的に上昇傾向にあると見ている。しかし、1968年以来の金価格の変動率の平均は20%と非常に高いことを忘れてはならない。金価格の変動率は、株価より

もはるかに高く、しかもファンダメンタルズ・データとは関係の無い価格変動であることが多いのである。

ゴールド・ファンドへの資金流入は2008年以降最大

ゴールド・ファンドの週次の資金流入
(6週間の平均、10億米ドル)



出典： BofA Global Investment Strategy, EPFR Global; Stand: 1.5.2020

最近発表されたバンク・オブ・アメリカ・メリルリンチの分析によると、過去6週間のゴールド・ファンドへの資金流入額は2008年以降で最大であった。これは金価格の将来見通しについて既に楽観的な見方が強まっていることを示している可能性があるとしている。

エドガー・ヴァルク (Edgar Walk)
メツラー・アセット・マネジメント GmbH
チーフエコノミスト

- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。
- 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。

W20-003

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