

## markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

2020 年第 3 四半期の資本市場の見通し

2020 年 7 月 20 日

**債券市場：横ばい推移の可能性高い**

欧州中央銀行（ECB）は、6月にパンデミック緊急購入プログラム（PEPP）を6,000億ユーロ増額し総額1兆3,500億ユーロとし、4月には商業銀行への流動性供給をさらに拡大することを決定しました（長期流動性供給オペ／PELTROs）。ECBによる大量の流動性供給は、経済指標の改善と相まって、ユーロ圏債券市場の好パフォーマンスにつながりました。ドイツ国債は+0.1%、ユーロ圏国債は+1.7%、社債は+5.1%、ハイイールド債は+11.2%となりました。新型コロナウイルス感染拡大のピーク時には、ユーロ圏社債市場の取引が停滞し、企業が新規に社債を発行して資本市場で緊急に必要な流動性を確保することはほぼ不可能となりました。しかし、ECBによる社債の買入れが行われたことで、発行市場が再び動き出し、企業の資金調達を十分に確保することが可能となりました。ECBはまた、いかなる市場の混乱に対しても新たな流動性プログラムで対応する準備ができていることを示唆しました。

ユーロ圏経済の回復が期待通り7-9月期にも継続すれば、社債やハイイールド債のスプレッドは、さらに縮小する可能性があると考えています。ただし、不透明要因としては、企業向け融資の政府保証の多くが間もなく期限切れとなり、欧州で企業倒産が増加する可能性があることです。ただし、影響を受けるのはハイイールド債券市場のみとなる可能性が高いと思われます。また、7-9月期には格付け会社による格下げが増加する可能性があります。しかし、総合的に見ると、社債の場合、リスクを上回る投資機会があると考えられます。経済指標が改善する環境下では、ドイツ10年国債など安全性の高い国債の利回りは上昇するはずですが、実際には数週間前から横ばいの動きとなっています。これは、「米連邦準備理事会（FRB）が米国10年国債の利回りを固定化する（イールドカーブ・コントロール）」との投資家の期待から、米国債のショート・ポジションを取る価値はないと考えられていることが一因と考えられます。経験上、米国債の利回りが低位安定で推移していると、ドイツ国債の利回りも低く抑えられます。そのため、7-9月期にドイツ国債利回りは、上昇する可能性は少しあるものの、今後も横ばいで推移する可能性が高いと見ています。

**株式市場：株価上昇で上値余地は低下**

4-6月期に、株式市場は予想外の急回復を見せました。MSCIワールドは18.6%、MSCIヨーロッパは13.4%、MSCI新興国株指数は16.8%上昇しました。このように、株式市場は、多くの国でのロックダウン措置の緩和、経済指標の改善、政府の大規模な支援策、中央銀行による大量の流動性供給を好感しました。投資家は銘柄を厳しく選別し、テクノロジー株などの勝ち組と観光株などの負け組に、はっきりと明暗が分かれました。アナリストは、「今年は減益」と予想しており（例えば欧州企業の2020年アナリスト予想平均は28.8%の減益）、一見、株価は企業ファンダメンタルズから乖離しているように見えます。しかし、「新型コロナの大流行が例外的に激しい景気循環を引き起こしたとはいえ、それでも通常の景気循環の一つに過ぎない」という前提が正しいとすれば、株式市場を適切に評価するためには、景気循環の影響を調整した企業収益を用いなければならないこととなります（すなわち1年間の一株当たり利益ではなく、長期の平均利益を用いる）。景気循環調整後の利益に基づくと、6月末に欧州株は依然としてやや割安な水準です。

4-6月期に株価が大幅上昇したことで、当然のことながら、7-9月期の株価の上値余地は低下しています。米国での感染第2波が米国経済と米国株市場のリスクとなっていることを考えると、なおさらです。アジア地域は、現在のところ景気回復傾向は継続しており、さらにその勢いを増しているため、最大の投資機会を提供していると見ています。欧州株は7-9月期にアジア株に次いで上昇し、米国株よりも高いリターンを実現する可能性があると考えています。ユーロ圏諸国は米国よりもパンデミックにうまく対処しており、7,500億ユーロの景気刺激策（復興基金）で合意することで政治的結束力を高め、力強い経済回復への基盤を築くことができるでしょう。そうなれば、ユーロ圏崩壊懸念はまた沈静化するでしょう。そして、年内に貿易協定を締結するために、英国が欧州連合（EU）に対してより多くの譲歩をする可能性もあります。英国は現在、経済状況が悪化しているため、交渉力が弱まっている模様です。

**欧州経済：景気刺激策で景気の二番底回避へ**

大陸欧州諸国は、4-6月期に新型コロナウイルスの流行に驚くほどうまく対処したと考えており、ロックダウン措置が大幅に緩和されたにもかかわらず、今のところ感染第2波は発生していないと思われます。同時に、経済指標は顕著に改善しました。幸いなこと

に「企業倒産が相次ぐのではないかと」の懸念がありましたが、これまで実際にはそれは起こりませんでした。銀行は多くの企業に対し一時的に債務返済を猶予した模様です。加えて、政府保証付きのブリッジ・ローン（つなぎ融資）も企業の資金繰りに役立ったようです。しかし、10-12月期から返済猶予が期限切れとなるため、倒産件数が増加すると予想されています。また、支払能力はあるものの負債の大きい企業は、キャッシュフローを投資や新規雇用に使うのではなく、債務を減らす為に使うのではないかと懸念されています。

したがって、景気の二番底入りを回避するためには、財政による景気刺激策が急務であると思われます。ドイツでは1,300億ユーロの景気刺激策を計画しており、EUレベルでは7,500億ユーロの景気刺激策の交渉が行われています。ドイツとEUによる景気刺激策の発表により、既に欧州を見る海外投資家のセンチメントに変化が生じていると思われます。発表以来、ユーロの為替レートはやや回復し、欧州株式市場も堅調に推移しています。このように、海外投資家の間では「欧州は正しい方向に向かっている」との見方が広がっており、もし発表された景気刺激策が実施されなかった場合や、実施されたものの規模が小さかった場合には、海外投資家は非常にがっかりするであろうことは間違いありません。

同時に、今回の景気刺激策は、欧州連合が過去の過ちから学んだならば、欧州がグリーン・テクノロジーの先進地域になる機会を提供しています。欧州がデジタル化で中国や米国に遅れを取った理由の一つとして、ソブリン債務危機における、経済には逆効果となった緊縮財政政策を挙げる声もあります。企業や銀行は経済危機の中で生き残りをかけて戦わなければならなかったため、必要なデジタル投資を行うことも資金調達することも制限されました。現在発表されている景気刺激策は、特に将来のグリーン・テクノロジーを中心とした有意義な投資に使われれば、欧州を前進させることができるでしょう。

最近、英国の欧州連合離脱（ブレグジット）交渉にも動きが出てきているようですが、これはおそらく「コロナの流行によって著しく弱体化した英国経済に、ハードブレグジット（強硬離脱）が深刻な影響を与える可能性がある」という考え方によるものでしょう。どうやら、英国政府は、英国での新型コロナ大流行の結果、欧州連合との交渉において非常に弱い立場にあることに気がつ

いたようです。最終的には、英国が新たな貿易協定についてEUの提示する条件をほぼのむことで、ハード・ブレグジットを回避することが期待されています。

### 米国経済：第2波でも第二の全国封鎖は無しか

米国では、第1波をはるかに上回る第2波の感染が発生しています。4月の初めに、1日当たりの新規感染者数は約3万人と最初のピークに達しました。その後、6月中旬に1日2万人まで減少した後で、6万人を超えるまでに急増しています。第二のピークにはまだ達していない模様です。第1波とは対照的に、第2波は地域によって状況が大きく異なるため、再び全国的な封鎖措置が取られる可能性は低く、被害の大きい州だけが封鎖措置を強化する可能性が高いと考えられます。第2波が経済成長にマイナスの影響を与え、回復基調を危うくすることは間違いありません。しかし、米国の景気回復には変わり無く、減速するだけであると考えています。なぜなら、一方では、ここ数ヶ月の経験を経て封鎖措置ははるかに効率的にできるようになり、他方では治療の選択肢が改善されたからです。さらに、ワクチンの開発も大きく前進しているようです。

興味深いことに、感染第2波の発生がトランプ大統領の世論調査での著しい支持率悪化をもたらしています。11月に民主党が大統領選と上院選に勝利すれば、所得税と法人税が大幅に引き上げられる一方、インフラ、教育、健康への歳出拡大が行われる見込みです。ただ、トランプ大統領が再選の可能性を高めるために、選挙前に内政ないしは外交政策上の危機を引き起こすリスクがあります。

パンデミックの経済への影響を考慮して、多くの金融市場参加者は現在、米ドルの対外的な価値に対する懸念を強めています。これまでのところ、米国の巨額の財政赤字は「米ドルに取って代わる通貨が無い」という理由だけで、米ドルに悪影響を与えることはありませんでした。しかし、中国はすでにパンデミックを克服していると思われ、欧州も政治的に危機から抜け出す道を見つけているようです。そのため、米ドルへの下押し圧力が高まる可能性があります。

### アジア経済：日本経済は恐らく底打ち、中国は既に回復基調

## markt:aktuell

日本では、4月11日に1日当たり新規感染者が706人でピークに達した後、5月初旬には1日当たり18人まで減少しましたが、その後増加傾向となり、7月11日には410人まで増加しました。しかし、日本の人口、約1億2,600万人に対して絶対数はまだ非常に低く、パンデミックは多かれ少なかれ制御されているとみられ、適度な対策だけで十分かもしれません。

それにもかかわらず、日本経済は世界的な景気後退の影響を受けて、経済指標は弱く、苦戦しています。5月の個人消費は16.2%減、鉱工業生産は26.3%減と落ち込みました。しかし、6月に入ってからは多くの企業景況感指数の改善が顕著となったことから、5月が景気の底であったのかもしれない。日本の景気が上向き始めた理由は、アジア経済の回復と、5月27日に閣議決定され6月12日に成立した第2次補正予算によって補完されたGDPの20%近くに及ぶ非常に大規模な財政支援策にあります。このような背景から、「今後数ヶ月間に日本はV字回復する」というのが最も可能性の高いシナリオであると考えます。

一方、中国はすでにV字回復を遂げています。5月の鉱工業生産は、2019年12月の過去最高水準をわずか2.3%下回っただけでした。2月までに中国の鉱工業生産はすでに前年同期比▲20%

弱に達していました。6月には、中国政府は北京で再度発生した新型コロナ感染をわずか1ヶ月で制御下に戻すことに成功したようです。このように、中国は非常に効率的にパンデミックを管理しているようで、最近では、北京で新たな感染者は全く出ていない模様です。

中国国家统计局発表の購買担当者景気指数（PMI）の新規受注指数は6月に51.4に上昇しましたが、輸出受注指数は前回を上回ったものの42.6にとどまりました。6月の輸入は前年比2.6%増となりましたが、輸出はわずか0.5%増でした。このように、中国の国内経済は政府の数々の景気刺激策のおかげで活気に満ちていますが、輸出は世界的な景気後退の影響が続いています。中国の景気回復はもちろん債務の増加によって「買われて」いるものですが、これは中国に限った話ではありません。結局のところ、新たな債務は国内貯蓄でまかなわれているので、危機に対する脆弱性が大幅に高まることはないはずです。

エドガー・ヴァルク

メツラー・アセット・マネジメント

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。
- 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。

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

W20-012