

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

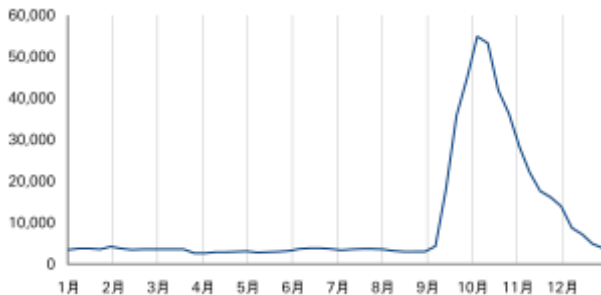
2021年3月8日

## 通常の景気循環ではなく、急速な正常化

新型コロナの大流行は外因性のショックであるため、過去の景気循環との比較はミスリーディングなものとなる可能性があります。むしろ、失業率は、自然災害時とその後における典型的な経過を辿る可能性が高いと見ています。例えば、米国史上最も壊滅的な自然災害の一つとされる、ハリケーン・カトリーナの影響がどのような経過を辿ったかを見てみましょう。2005年8月末にハリケーン・カトリーナはアメリカ南東部、なかでもルイジアナ州をはじめとした湾岸地域に甚大な被害をもたらしました。この大災害の影響で、2005年8月末に約3,020件だったルイジアナ州の新規失業保険申請件数は、10月に約55,000件にまで増加しました。

ハリケーン・カトリーナ沈静化後に  
労働市場は回復

2005年のルイジアナ州の新規失業保険申請件数



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

自然災害の場合でもリセッションの場合でも「失業率はごく短期間に急上昇」というのが典型的なパターンです。しかし、通常のリセッションの後では、失業率がリセッション前の水準に戻るには何年もかかることがよくあります。一方、自然災害の後では、労働市場の回復は非常に急速であることが多いです。ハリケーン・カトリーナの被害を受けたルイジアナ州の場合には、年末にはすでに失業率は災害前の水準に戻っていました。

現在の状況に話を戻すと、楽観的な予測は「米国と英国は集団免疫の獲得により、早ければ4月には経済は完全に再開。欧州は7月にそうした状況になる」というものです。このように、新型コロナウイルスの感染の終焉は間近であり、労働市場の急速な回復も可能であると考えられます。

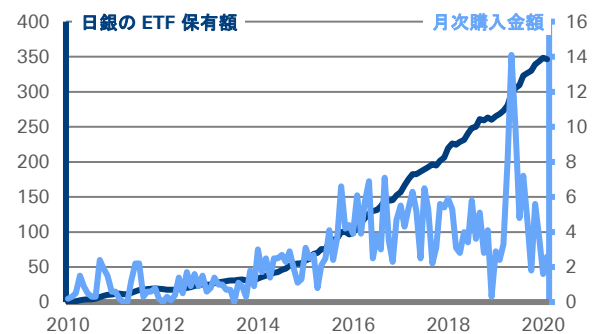
したがって、労働市場が予想よりもかなり早く、インフレ上昇の要因となる可能性は否定できません。

### 新次元の中央銀行の金融政策

日銀は、2010年末に株式ETFの購入を開始しました。企業の資本コストを引き下げることで、より高い投資へのインセンティブを生み出すことが狙いでした。当初は月10億ドル程度の購入でしたが、2016年には月に40~50億ドル程度に増額しました。現在、日銀が保有するETFの残高は約3500億ドル<sup>1</sup>です。

### 日銀：ETF・REITの保有・購入状況

単位：億米ドル



出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH

「日銀の株式購入に効果はあったのか」という質問には、なかなか答えが出しにくいです。例えば、2010年末以降のMSCI日本の年率換算後のトータル・リターンは9.7%前後であるのに対して、MSCIワールドは11.5%と、はるかに高いパフォーマンスです。また、日本株のバリュエーションにも異常は見られません。メツラー・アセット・マネジメント GmbHの計算では、2010年末時点で日本株は約40%も割安な水準でした。日本株のバリュエーションは2012年末にさらに悪化し、50%の割安水準となりました。

バリュエーションが正常化し始めたのは「アベノミクス」と呼ばれる一連の経済政策が導入されてからで、日本株は2015年初頭にフェア・バリュエーション水準に戻ったと考えています。それ以来、バリュエーションは長期平均

<sup>1</sup> REITの比率は無視できるほど小さい。

を中心に概ね横ばいで推移しています。2021年1月末時点でも日本株はフェア・バリュエーション水準にあるとみています。日銀の株式買入れが日本株市場に大きな影響を与えていたとしたら、日本株は今日すでに割高な水準になっていたはずでしょう（が、そうになっていないようです）。

2020年3月末から2021年1月末の間に、MSCIジャパンは30%を超えるパフォーマンスを記録し、2月に日経平均は1990年以来初めて30,000円を超えました。この日本株の上昇で「日銀の買入れが株価上昇モメンタムを増幅させ、バブルの発展に寄与するのではないか」との懸念が出てきており、日銀を動揺させているようです。日銀は現在、現行のETF買入れプログラムの見直しを検討しているようです。現時点で、最もあり得そうな見直し案は「平時においては、毎月、ETFを買入れるというのは止める。ただし、株価が大幅下落する局面では相場を安定させるために思い切った額を購入するという方針を表明」です。かつては暗黙の「グリーンスパン・ブット」だと言われていましたが、現在では明示的な「黒田ブット」だと言われるようになってきました。逆説的に言えば、こうした日銀のアプローチは、ボラティリティーの急上昇リスクを引き下げ、そのため株式リスクプレミアムも低下するため、実際のところ、日本株式市場のバリュエーションを顕著に高めることにつながる可能性があります。そうなれば、「企業の資本コストを低く抑える」という日銀の目標も達成されることとなります。このように、ファンダメンタルズが良好であることに加えて、日本株式市場にはまだ上値余地の可能性があると考えられます。

## 国債利回り上昇＝株価下落？

2月の終わりに、国債利回りの上昇が加速し、米国10年国債利回りは一時1.5%を超えるまで上昇しました。これを受けて、株式市場は下落しました。ここで問題となるのは、「米国10年国債利回り1.5%の水準で、国債価格と株価の相関関係は、すでに負（＝プラスの分散効果）から正（＝分散効果なし）にシフトしているかどうか」ということです。

相関関係が負から正に転換する可能性がある理由としては二つ考えられます。一つ目は「利回りの上昇は経済的な見通しを曇らせる可能性があること」、二つ目は「利回りの上昇はインフレリスクの上昇を反映する可能性があり、これは株式リスクプレミアムにもマイナスの影響を与える可能性があること」です。

ここ数十年間に世界の債務が急激に増加していることは議論の余地がありません。そのため、以前よりもはるかに早く、利回りの上昇に経済はネガティブに反応する可能性が高いと考えられます。しかし、1.5%の名目利回

りは、長期インフレ率が2.5%前後であると考え、実質金利は▲1.0%であることを意味しています。世界経済は高水準の債務を抱えています、実質マイナス金利にはうまく対処できるはずだと思われます。そのため、重要なポイントは、実質金利のプラスへの転換であり、それは米国10年国債利回り2.5%程度であると考えられます。

また、インフレ見通しの不透明感が強まっていることも疑問の余地がありません。このような背景から、株式と国債が、これらのリスクの高まりを同時に織り込み、株価と国債価格の同時下落につながる可能性があります。しかし、これは一時的に正の相関関係を示す、一時的な局面に過ぎないと考えられます。

全体として、株価と国債価格の相関関係が恒久的に正になっている可能性を排除することはできません。しかし、その可能性はかなり低いと考えています。

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



Edgar Walli

- 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。

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

W21-008