

# markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年6月7日

## 今回の景気サイクルは供給要因で動く

通常、景気変動は、過去40年間で典型的に見られたように、需要動向の変化によって引き起こされるとの認識が一般的だと思われます。

これに従えば、今週、米国のISM指数や消費者信頼感指数が低下したことは、需要動向がピークに達し、経済成長が目下、鈍化傾向を示唆していると捉えられます。

しかし、今回の景気サイクルでは、全く様子が異なっていると思われ、景気に変化をもたらす主たる要因は供給になっていると考えています。例えば、新規受注が大幅に増加し、在庫が大幅に減少したにもかかわらず、4月のISM指数は低下しました。実際にサプライチェーンや原材料のボトルネックが、生産や成長を遅らせていると見られます。5月の消費者信頼感指数は意外なほど低下したのですが、それにも拘らず足元の労働市場の状況は、失業率が3.5%程度であったパンデミック前の水準に戻っていると見られます。その為、今後発表される失業率が大幅に低下し、雇用者数に150万人以上の増加が見られたとしても不思議はない状況にあると考えています。好調な労働市場に対する家計の強い信頼感も、引き続き大胆な賃金上昇による需要増加に寄与する可能性があると考えています。

米国：家計は米国の労働市場がすでにパンデミック前の水準に戻っていると見ている



\* 「仕事は沢山ある」と「仕事を得るのは難しい」の二択に対する回答数の差。  
出所：リフィニティブ・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント GmbH, 2021年5月15日現在

従って、前述の消費者信頼感の低下は、個人消費者が景気の低迷を予想して日常的な消費を手控えようとしているからではなく、不動産や自動車などに見られる急激な価格上昇が消費者心理に影響を与えている可能性があると考えています。こうした環境下では、成長が期待通りにならない場合、その要因が需要側ではなく供給側の制約である可能性が高い為、「経済のサプライズ」指数は過去のように機能しなくなっていると見えています。

### 価格の高さが永久に需要を締め出すのか？

もし、物価高が永久に需要を奪い続けるのであれば、前述の経済指標の低下は正しく経済成長の弱さを示すことになると思われます。例えば、UBSの「ビッグデータ」分析によると、米国のコア・インフレ率は5月に再び急上昇し、前月比0.6%となった可能性があると考えています。

しかし、世界経済の再開が始まっていることや、拡張的な財政政策、高水準の家計貯蓄などにより、需要は引き続き高い水準にあると考えられます。つまり、供給のボトルネックによって現在は提供できない財やサービスを、後に生産して提供することで、将来的に力強い成長を実現することが可能な状況にあると見えています。

### ユーロ圏：5月のインフレ率は急上昇？

通貨供給量M3の伸び率は、最近、1970年代と同様の水準に達していると見られます。家計や企業は、銀行口座に多額の預金を保有しており、とりわけ欧州経済の再開が進んでいる中、力強い景気浮揚に必要なマネーは用意されていると思われます。

こうした状況は、サービス部門の購買担当者指数が予想を超えて改善することに繋がりと見ており、始まったばかりの景気回復がインフレに大きな影響を与える状況はまだ先になると考えています。但し、ベース効果とコモディティ価格の動向が足元の物価を押し上げていると見られる状況下、5月のインフレ率は2.0%前後に上昇したのではないかと考えています。

### 日本：株式市場の中期的な見通しは引き続き良好

先週、日本の株式市場の中期的な見通しに肯定的な見解を述べましたが、これに2つのポイントを加えたいと思います。

最近、日本の経済状況の雲行きには新型コロナウイルス対策の遅れを背景に芳しくない状況も見られました。他の先進国の平均と比較して、また多くのアジア諸国に対しても予防接種の普及が遅れていたのですが、ここ数日、日本はこうした遅れを取り戻し始めていると見られます。実際に、ワクチンの供給不足がほぼ解消され、追加のワクチンが政府によって新たに承認された為、少なくとも1回の接種を受けた人の割合は約6%まで上昇していると見えています。今後、日本でのワクチン接種のペースはさらに加速すると見られ、7~8月には欧米並みの接種が可能になると予想しています。

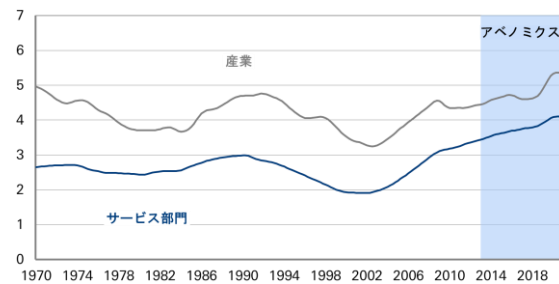
もともと、政府は、医療システムへの負担を考慮して、現在の緊急事態をさらに3週間延長し、6月20日までとした為、当面の間、個人消費やサービス業を中心に、小売売上高、消費者信頼感、サービス業購買担当者

指数などで弱い数値が公表されてくることが予想されま  
す。

これに対し、少なくとも産業界は明るい状況にあると  
考えており、鉱工業生産指数、鉱工業購買担当者指数等  
で、世界経済の回復から平均以上に恩恵を受ける様子が  
確認できる可能性が高いと見ています。現在の感染を巡  
る状況が改善した後、第4四半期以降の力強く長期的な  
景気浮揚の為の前提条件が整っていると考えています。

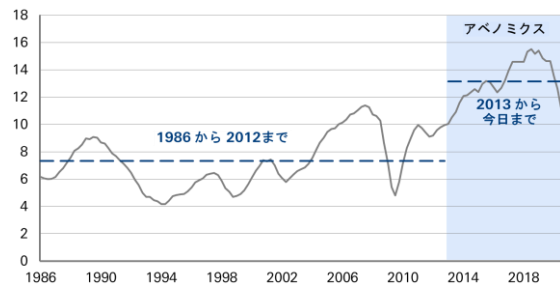
さらに、日本企業が構造的により利益を上げられる体  
質になっている点を指摘したいと思います。従来、アベ  
ノミクスの最初の2つの柱である金融政策と財政政策に  
のみ、大方の焦点が当てられてきたと思われませんが、3  
本目の柱についても、当時の安倍晋三首相の下での構造  
改革の成果も現れていると見ています。労働市場、育  
児、観光などの分野で数多くの改革が行われた他、コー  
ポレート・ガバナンスの見直しと近代化が行われまし  
た。また、機関投資家の役割も強化され、企業やその経  
営方針に対してより大きな影響力を持つことが求められ  
るようになりました。日本企業の総資産利益率や企業収  
益の対GDP比などを見ると、アベノミクス開始以降、日  
本企業は構造的に高い収益性を実現していると考えられ  
ます。こうした高い収益性は、構造改革の結果であると思  
われ、持続可能なものだと考えています。従って、日  
本の株式市場における中期的な見通しは魅力的なもので  
あると考えています。

日本：資本利益率が過去最高に  
大企業の総資産利益率、5年間の移動平均、  
単位：%



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント  
GmbH, 2020年12月31日現在

日本：構造的な収益性の向上  
非金融企業の企業利益：対GDP比 (%)



出所: リフィニティブ・データストリーム、メッツラー・アセット・マネジメント  
GmbH, 2020年12月31日現在

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



Edgar Walli

W21-020

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。

**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