

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2021年7月5日

欧州が追隨 – 消費ブーム

現在の欧州の経済データは好調で、高いワクチン接種率によりパンデミックはほぼ収束しており、経済は緩やかに再開することが可能な状況にあると思われます。実際、サービス業のセクターで力強い回復が示されており、例えばレストラン検索アプリ「Open Table」では、ドイツのレストラン利用者数がパンデミック前に比べ約12%増加しているとのデータも示されています。また、消費者マインドの面でも急速に前向きな兆候が見られ始めています。

消費者信頼感の向上と倒産件数の減少

ユーロ圏の消費者信頼感、過去3ヵ月間に顕著な上昇を示し、他の地域にはやや遅行しながらも、V字型の回復が見て取れる状況になっていると思われます。

ユーロ圏: 過去3ヶ月間の消費者信頼感の急回復
消費者信頼感と個人消費の動向 (対前年比%)

出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2021年6月23日現在

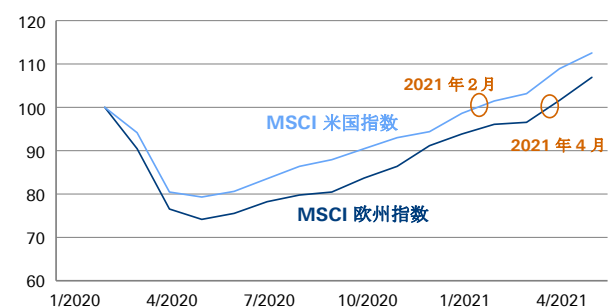
従って、今後数ヶ月間、欧州で消費ブームが到来することが予想され、政府による投資もこれを後押しすることになると見えています。この7月からは「次世代のEU」復興基金による資金供給が予定されており、特に南欧諸国では、この投資資金が大きな成長の原動力になると考えています。国家による投資と改革の組み合わせにより、今後数年間で欧州の生産性が大きく向上することが期待される他、ドイツの主要経済紙ハンデルスブラットによれば、コロナ以前の時期と同程度にまで破産申請要件が再び元に戻されたにもかかわらず、ドイツの企業倒産件数が足元で減少し続けていることが示されており、好ましい事象として注目しています。ドイツの信用調査機関Credit reform社によると、2021年上半期に破産申請した企業は8,800社でしたが、これは前年同期比で約1.7%の減少で、過去10年間で最も少ない数字として報告されています。

現在、新型コロナ危機の結果としての企業の過剰債務の危険性を低く評価しているのは、ドイツ政府だけでは

ないと考えられます。信用経済の中核をなす銀行の世界でも、慎重な楽観論は広がっていると思われます。例えば、取引信用保険・債権回収会社のユーラーヘルメスは、近時でも企業倒産件数に目立った増加を記録しておらず、今のところ、他の欧州諸国でも倒産の大きな波は見られていない状況です。これにより、欧州経済の主要なリスクの1つが上手く排除され、政府によるこれまでの支援策が効果的であったことが示されたと考えています。

欧州経済の良好な見通しは、すでに各種アナリストの業績予想の少なくとも一部には表れていると見ています。例えば、MSCI欧州指数の構成企業の2021年4月時点の収益予想は、既に2020年2月のパンデミック前の水準に戻っていると見られ、こうした欧州企業の収益状況は米国との比較でも2ヵ月程度しか遅行していないと考えられます。これは更に、今後数ヶ月のうちに欧州企業の業績予想が上方修正された場合、米国企業に追いつく可能性も視野に入ると考えられる為、今後は、欧州委員会の企業景況感指数や購買担当者指数などで景気の下支え要素の動向に注目して行きたいと考えています。

欧州における収益予想はパンデミック前の水準を約7%上回っている

I/B/E/Sによる今後12ヶ月間の1株当たり利益の予想
(2020年2月28日 = 100)

出所: リフィニティブ・データストリーム、メツラー

ここで、欧州に関しユーロ圏の財政赤字を見ると、2020年は対GDP比7.2%、2021年は同7.4%になると予想されていますが、米国では2020年に同15.6%、2021年は同14.6%と欧州の約2倍の数値となっています。欧州では米国との対比で政府の景気刺激策が著しく低かったにもかかわらず、欧州企業の収益がこれほど早く米国企業に追いついたことは大変興味深いと思われます。また、ユーロ圏では、コア・インフレ率が引き続き1.0%前後の水準に留まることが予想されている為、イ

market:update

ンフレ率の動向は当面の大きなリスクにはならないと考えています。

米連邦準備理事会（FRB）の挑戦的な綱渡り

6月中旬に開催された連邦公開市場委員会（FOMC）で示されたメッセージが市場関係者に与えた影響は決して小さいものではなかったと思われます。

実際に、インフレの判断基準として「平均的なインフレ率」を用いる新たな枠組みの中で、インフレ率の顕著なオーバーシュートは認めず、これを僅かなオーバーシュートに留めたいとの意向が示されたと見られ、FOMCのメンバーは、今後FRBが主要金利を予想よりも早く、即ち早ければ2023年中にも引き上げる可能性があること市場関係者の間に認識が広まっていると見えています。

米国債市場の反応は、通常なら、今後10年間の平均的な主要金利の上昇を市場関係者が織り込んで、米国10年債利回りが上昇することであったと思われます。しかし、実際には、同利回りは顕著に低下し、イールドカーブは平坦化しました。5月中旬の時点で、10年物と2年物の米国債の利回り差はまだ1.5ポイント程度でしたが、FRB会合後にはわずか1.2ポイントとなりました。伝統的に、イールドカーブは米国の名目経済成長率の非常に良い先行指標になってきたと思われます。

FRBが成長期待を揺るがすか

- イールドカーブがフラット化

米国債10年物と2年物の利回り差



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー

単純な回帰分析によると、利回り差は2年ほど先行して米国の経済成長を合理的に予測できると考えられます。これによると、利回り差が0.3%ポイント低下すると、経済成長率が約0.5%ポイント低くなることが示唆されており、このことから市場関係者は、今後2年以内の主要金利の引き上げは米国経済にとって非常に危険であるという強いシグナルを送っていると見られます。パンデミックの結果、米国の企業債務は2019年第4四半期の対GDP比75.8%から2020年第4四半期には同84.6%と過去最高を更新しており、金利上昇は、企業に重くのしかかる可能性があると考えられます。FRBのパウエル議長は、金融市場のシグナルに耳を傾け、かような利上げ

姿勢にも足元ではやや変化も見られるようですが、何れにしろ、高水準の負債を背景に、FRBがいつ、どのように主要金利を再び上昇させるかということが今後の議論の焦点になると考えられます。

今後はインフレ見通しが、重要な要素として市場関係者に注目されると思われますが、現在のところ、中期的に大きなインフレリスクがあると考えていない向きが多いと見られます。しかし、消費者信頼感とISM指数の力強い上昇は、サプライチェーンにおけるボトルネックの増加を伴うと考えられ、遅かれ早かれ、消費者価格にも影響が表れてくることが予想されます。また、人手不足や賃金コストの上昇を訴える米国企業も増えていると見られます。今後は、労働市場レポート等に示される一部のインフレの兆候が、独立事象であるか、それとも賃金と価格の上昇スパイラルがすでに形成され始めているのかを注視したいと考えています。今後、インフレが制御不能な状況になり、長期間に亘って3%以上の水準を維持する可能性は、依然として30%程度あると見えています。

低金利が続くと、その副作用が益々問題になると思われますが、米国の不動産市場は足元、過熱した状態にあると見えています。需要が供給を大きく上回っていると見られ、その結果、住宅資産価格は二桁台の伸び率になっている可能性があると思われます。このような状況では、潜在的な住宅の購入者が危険なクレジット商品に惹きつけられるようになる可能性も高いと考えられます。ヘッジファンド・マネージャーのレイ・ダリオ氏によると、すでに「金利のみ」のローンが再び登場していること、即ち、実質的にローンを返済する必要がなく、現在の低金利であれば、欲しい物件を殆どタダで手に入れることが可能なことを意味しており、再び、非現実的な、あまりに良い話が横行する状況が見て取れると思われます。今後、危険なローンの過剰な供与を防ぐ為の規制介入が行われるか否か注目しています。

最後に、通貨に関連して、米国の国家財政を背景とする消費ブームが輸入促進の役割を果たし、その結果、貿易収支が益々悪化傾向にあることを指摘しておきたいと思えます。今後、外国の輸出業者が受け取った米ドルが米国内に再投資される状況が維持されなければ、米ドル安が進む恐れがあると考えています。

下半期、中国でより拡張的な経済政策が取られるか

現在、中国の経済データが期待外れに終わったことを背景に、中国の政府支出の増加や中央銀行による金融政策の緩和を期待する声が高まっていると見られます。今後、発表される購買担当者指数などの指標において

market:update

も、中国の政策当局者に対して、対策実施の必要性が示唆されてくると思われます。

日本は未だパンデミックの影響を受けていると思われます。その為、経済データの大幅な改善はまだ期待できないと見ており、今後、発表される日銀短観および購買担当者指数などに引き続き注目して行く予定です。



Edgar Walki

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

1. 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。
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