

market:update

~Metzler Weekly Market Update~

金融経済の見通し

2021年8月30日

株式に良い環境だが、インフレリスクは？

株式市場：欧州株式にアウトパフォームの機会

米国10年物国債の利回りが低下したことで、世界の株式市場において金利急騰による下落への懸念が和らぎ、一方、国債は引続き投資先としての魅力度が低い状態にあります。こうした中、市場関係者の注目は、良好な経済状況とそれに伴う堅調な企業収益の見通しに集まっており、近時、世界の主要な株式市場は、現地通貨建てで良好なパフォーマンスを見せています。主要国の国債利回りが安定的に推移し、各国の経済成長に堅調さが示される限り、当面のグローバル株式市場の見通しは、引き続き明るいものになると考えています。但し、債券市場でインフレリスクが急激に見直された場合は、株式市場にも影響が及び、顕著な価格調整が起きる可能性がある為、警戒は必要です。

欧州株式市場に目を向けると、広汎な株式市場をアウトパフォームすると期待させる材料が幾つかあります。例えば、欧州では主要国のワクチン接種において8月末時点で2回目の接種を完了した人の割合が、米国を上回る可能性が高く、今秋以降に新型コロナ感染の新たな波が発生してロックダウン規制が必要になる可能性は低いと考えられます。又、欧州諸国では現在、パンデミック後の経済再開が緒に就いたところであり、とりわけ米国の財政出動が今年3月にピークを迎えたのに対し、欧州では、新型コロナの影響で成立した「次世代のEU」復興基金による財政出動がこれから恩恵をもたらすと考えられる為、今後、経済成長率や企業収益成長率が米国に迫っていく可能性は十分にあります。又、欧州における足元のインフレ率は、米国との対比で顕著に低く、ECBが金融政策の変更に向けて行動を起こすリスクも大幅に低いと考えられます。さらに、欧州の企業は、デジタル化、電化、グリーンエネルギーといった新たな課題に対して適切に対応を進めていることも、市場の前向きな評価に繋がって行くと考えられます。

ユーロ圏経済：見通しはかなり明るくなった

前述の通り、欧州各国ではワクチン接種が顕著に進んでおり、今年3月末時点では一度でもワクチンを接種した人の割合は全体の10%程度でしたが、足元は軒並み60~70%を超える水準となっていることから、新規感染率の低下に伴い、ロックダウン規制の適用を緩めていくことが可能な状況です。ドイツ連邦銀行のオンライン調査によると、近時ドイツの貯蓄率に異常に高い数値が示された背景に、企業の休業命令の他、渡航制限や、感染懸念による行動抑制等がありました。これは、おそらく他のヨーロッパ諸国も同様の状況であり、高い貯蓄率の背後で、いわゆる予防的動機、すなわち「収入を失うこと

への恐れ」が主要因になっていないことが考えられます。実際にワクチン接種キャンペーンが進展し、様々な封じ込め策が緩和されるにつれ、パンデミックに関連した消費者の節約姿勢が緩む兆しが現れました。これにより、民間消費は堅調に増加し貯蓄率は再び低下、サービス部門には急速な回復が見られました。

今後の見通しは引き続き非常に良好です。欧州の産業界には膨大な受注残があり、サービス業にはまだ多くの伸びしろがあると見られる他、今後は「次世代のEU」復興基金からの資金流入による実体経済への効果も期待されます。エコノミストによる試算では、全体として、復興基金による成長刺激は、今後12ヶ月間で国内総生産（GDP）を最大約1%ポイント押し上げる可能性があると考えられ、特に南欧や東欧の国々が恩恵を受けると見られています。急速に拡大している新型コロナウイルスのデルタ型は、今後の見通しにリスクをもたらすものですが、最近の研究では、現在入手可能なワクチンがこの型にも有効であることが分かっています。

このような背景から、当社はユーロ圏の2021年のGDP見通しを4.3%から5.1%（コンセンサス：4.4%）に引き上げ、2022年についても5.3%（コンセンサス：4.4%）の見通しを維持しました。これは、早ければ2021年第4四半期にGDPが金融危機以前の水準に戻ることを意味します。実際に、2021年第1四半期のGDPの減少が予想よりも小幅であったことも、こうした予想修正の背景にあります。

総じて、現在、利用可能なワクチンの有効性が高いと見られることは、欧州でデルタ型を抑制できる可能性を示唆するものです。但し、新たな変異種の出現は大きなリスクと考えられ留意が必要です。

米国経済：ピークは過ぎたが、今後の展開はインフレと金融政策次第

第2四半期の米国経済は、前期比年率換算で約9%の成長となり、予想されていた成長モメンタムのピークに達しました。第3四半期には8%程度、第4四半期には3%程度まで成長が鈍化すると予想しています。このような中大変興味深い問題として、着実に増加している旺盛な需要が、どの時点でインフレ率の上昇に繋がるのかということがあげられます。パンデミック前、米国の失業率は3.5%まで低下していましたが、賃金とインフレの上昇は見られませんでした。米国の失業率は、5月では5.8%だったので、インフレリスクが実際に顕在化するまでには、まだまだ多くの低下余地があると思われます。一方、OECDの計算によると、家計の純資産は昨年、可処分所得の約750%にまで上昇し、過去最高を記録しました。何とも言えない話ではあるものの、このことは、何が何でも働かなければならないという社会的プレッシャーを減らし、高水準の富が早期退職に使われていることを示唆

market:update

しており、パンデミック前よりも労働力が大幅に減少し、失業率の急速な低下とともに賃金上昇が加速する可能性があります。現段階において当社では賃金・価格スパイラルが進行するというリスクシナリオの確率を30%程度と見積もっています。

緩やかなインフレというシナリオが最も可能性の高いものである限り、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策の転換を開始することに対して慎重にならざるを得ず、最近のFRBから発信されるメッセージに対する金融市場関係者の強い反応は、金融政策の早すぎる引き締めがもたらす景気後退への懸念がいかにか大きいかを示しています。一方、足元の高い成長率にもかかわらず、米国経済のファンダメンタルズは、多額の負債の為に非常に脆弱である為、FRBは金融政策の緩和と出口に向けた最初の慎重な一歩として、債券購入額を現在の水準から徐々に減らしていくことが重要ではないかと考えています。

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



Edgar Walli

アジア経済：中国の成長率はやや鈍化

今年の中国の経済政策は、債務削減に重点が置かれており、国家のインフラ・プロジェクトへの支出の削減、住宅ローンの総量規制の他、金融政策は引き締めの方針にあります。年初来の経済指標は顕著に弱含んでおり、これらの措置が経済成長を予想以上に減速させたことを示しています。これを受けて、当社は2021年の中国の成長率予測を8.5%から7.5%に引き下げました。当社は、中国政府が多少低目の成長でも上手く経済運営を続けていけると想定しており、現時点では新たな金融緩和政策や経済刺激策は特に予想していません。

また、中国では人口動態の変化が益々重要な問題になりつつあります。例えば、2020年の国勢調査によると、中国の人口増加率は過去10年間で年率0.53%に減速し、人口の平均年齢は38.8歳に上昇し、生産年齢人口（15～59歳）は4,000万人減少しました。中国の人口は早ければ今後10年間でピークに達する可能性があり、労働年齢人口はさらに6,000万人減少すると予想されます。

それでも2020年から2030年にかけて、年平均4.5%のGDP成長率を達成できる可能性は高いと考えており、今後は、特に、地方から都市への移住の促進や、退職年齢の上昇などが、さらなる成長の可能性の支援材料になると考えていますが、引続き、労働者の教育や職業訓練の充実も重要であると考えています。

market:update

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. 害について一切責任を負いません。
9. 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。
10. 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。
11. 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。
12. 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
W21-032