

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2020年8月31日

トランプかバイデンか、ドイツの運命の分かれ道

米国の大統領候補の二人は、全く正反対の貿易政策を掲げています。世界貿易には基本的に二つの均衡しかありません。すなわち、全ての国が保護主義を採用するか、全ての国が協調主義（自由貿易）を採用するかです。実際のところ、世界貿易政策のダイナミクスは、ゲーム理論で知られる「囚人のジレンマ」で容易に説明することができます。

「囚人のジレンマ」の利得表

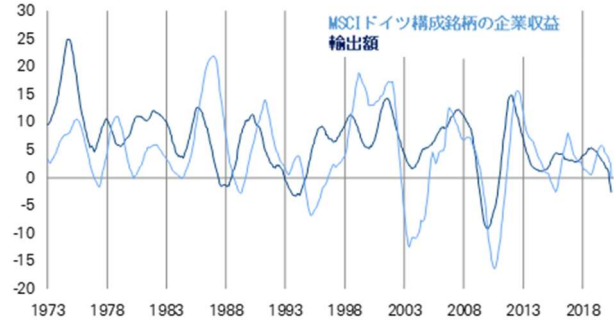
		世界各国	
		協調主義	保護主義
米国	協調主義	2 2	0 3
	保護主義	3 0	1 1

出所：メツラー・アセット・マネジメント GmbH

米国と世界各国が協力してルールに基づく世界貿易体制を構築した場合には、上記利得表の左上のように、双方のプレイヤーの見返りはそれぞれ2となります。しかし、米国が「他の国が大規模な対抗措置を取ることなしに、米国は一方的に他国に貿易制限を課すことができる」と考えている場合には、上記利得表の左下のようになり、米国の見返りは3に上昇し、他の国の見返りは0に低下します。しかし、この場合には、他の国も保護主義を取れば（上記利得表の左下から右下に移行）見返りが0から1に上昇するため、世界各国は保護主義的な行動を取る強いインセンティブを持ちます。このようにして、世界は最終的に「保護主義による均衡」に陥ります。トランプが再選された場合には、中国、カナダ、日本、欧州などとの貿易摩擦が再び激化し、「保護主義による均衡」への流れの勢いが増す可能性が高いと思われます。一方、バイデンが大統領に選ばれば、米国の同盟国との通商政策面での提携を模索し、世界貿易機関（WTO）の建設的な改革に取り組む可能性が高いと思われます。そのようになれば、中国との貿易摩擦が続いていた（その可能性は高いと思われます）としても、「協調主義による均衡」が維持される可能性が高いと考えられます。

ドイツは対 GDP 輸出比率で見ても、一人当たり輸出額で見ても世界上位です。ドイツのビジネスモデルは輸出なのです。そのため、米大統領選の結果は、ドイツ経済の今後を決める決定的な要因となると思われます。例えば、以下のグラフで MSCI ドイツ構成銘柄の企業収益とドイツの輸出額の高い相関関係が示されているように、ドイツの企業収益は輸出額に大きく依存しているように見えます。

企業収益の先行指標としてのドイツの輸出



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー・アセット・マネジメント GmbH；2020年6月15日現在

現時点では、バイデン候補勝利となる可能性が高い模様です。インターネットサイト「fivethirtyeight.com（世論調査分析サイト。米大統領選の選挙人の人数 538 人から名前を取った）」の分析によると、バイデンの当選確率は 72%、トランプの当選確率は 28%となっています（<https://projects.fivethirtyeight.com/2020-election-forecast/>）。しかし、当選確率算出の元となっているのは世論調査であることには注意が必要です。2016 年の前回大統領選の時には「隠れトランプ支持者」が多かったため、世論調査では誤ったシグナルが出てしまいました。今回の大統領選では、トランプ支持を表明することへの抵抗感は前回ほど強くないはずで、ほとんどの回答者は本当の投票意向を回答すると思われます。

回復ペースが平坦化する米国経済：∩（逆ルート字）型回復

∩（逆ルート字型）回復とは、ルート記号（√）の左右を逆にした形のように、V字型の急回復の後に長い停滞局面が続くタイプの景気回復のことを指します。米耐久財新規受注（8/26）でおそらく示されるように、鉱工業生産と労働市場関連の指標は、8月に米国経済が停滞局面に入った可能性があることを示唆すると見ています。7月の米個人消費支出（8/28）は、消費は政府の所得支

援策に手厚くサポートされていたことを示すと見ています。しかし、7月末が期限だった失業給付に週600ドルを上乗せする特例措置に取って代わる新たな所得支援策について8月に入っても共和党と民主党は合意に至らず、所得支援は大幅に減少しました。そのため、消費者信頼感指数(8/25)は低下している可能性があります。

このように、米国の経済見通しは依然として政府による財政支援策に大きく依存しています。一つの明るい点は、新築住宅販売件数(8/25)でも示されると思いますが、住宅市場関連の指標が非常に好調であることです。歴史的な低水準の住宅ローン金利を受けて、家計の住宅取得意欲は上向いているようです。住宅市場のダイナミックな動きを見ると、政府からのお金が再び流れ始めれば、消費者はそのお金を使いたいと思っていることがわかります。

急回復続くアジア経済：V字型回復

現在のところ、アジアの成長に減速の兆しは見られません。堅調な韓国の輸出と堅調な台湾の輸出受注がこれを裏打ちしています。日本だけがまだ不況からの脱却に苦戦しているように見えます。新型コロナウイルス感染第2波は、日本の家計を非常に慎重にさせ、それに伴って消費にも悪影響を与えていると思われます。とはいえ、マクロ経済の観点からは、日本で景気低迷が続いていることを説明するうまい理由が見つかりません。

減速する欧州経済：VとUの中間型回復

欧州での感染第2波も、経済成長の回復ペースを鈍らせています。それでも、大規模なロックダウンが行われる可能性は低いため、景気回復は継続すると見ています。そのため、IFO企業景況感指数(8/25)や欧州委員会発表の消費者感指数(8/28)はさらに改善していると考えています。このような背景から、欧州の景気回復ペースは現在、米国よりもやや良好です。欧州の政府による財政支援策の資金の流れは米国よりもはるかに安定しており、また、ユーロ圏の民間部門向け融資(8/27)でも示されると思いますが、ユーロ圏のクレジット状況もかなり良好です。

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

- ▶ 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。
- ▶ 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。
- ▶ 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製、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。

W20-018

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