

## markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2020年10月19日

## 株価バリュエーションの地域間乖離はバイデン勝利で縮小の可能性

### 熟睡中のユーロ圏と米国の債券市場

ECB（欧州中央銀行）による債券買い入れプログラムにより、7-9月期に欧州債券市場は概ね平穏に推移し、プラスのリターンとなりました。ドイツ国債のリターンは0.4%、ユーロ圏国債は1.7%、社債は2.0%、ハイイールド債は2.6%でした。

ECBとFRB（米連邦準備理事会）は、企業と政府の資金調達環境を持続的に良好なものとするために、国債市場を深い眠りに陥らせています。そのため、国債利回りは当面横ばいで推移すると思われる。もしもインフレが高騰すれば、債券価格は再び動き出す可能性があります。家計や企業がかなりのお金を蓄えているため、インフレ・リスクがあるのは米国だけだと考えています。ただし、不確実性が高いため、貯め込んだお金は使われることなく、「防衛資金」として持ち続けられると想定しています。しかし、国債利回りが大幅に低下する可能性も低いと思われる。28ヶ国の5,300行を対象としたサンフランシスコ連邦準備銀行の調査によると、「マイナス金利は、初年度は銀行の貸出意欲を刺激するだけで、2年目以降は銀行貸出をむしろ抑制することから、金融政策の観点からは逆効果である」との結論に達しています。マイナス金利は、構造的に銀行部門の収益性を低下させます。このような背景から、当面、主要中央銀行が主要政策金利を引き下げる可能性は無いと考えます。ユーロ圏経済の回復は継続すると予想しているため、年末まで社債スプレッドが縮小する可能性は依然としてあると見えます。

7-9月期に世界株式市場は上昇しました。MSCIワールドは6.8%、MSCIヨーロッパはわずか0.4%、MSCI新興国は8.8%のプラス・リターンとなりました（すべて現地通貨ベース）。欧州株のパフォーマンスが弱かったのは、新型コロナウイルスの感染拡大第2波が欧州のサービス部門の回復を大きく損ない、欧州の経済見通しを曇らせたことに起因しています。

株式市場のバリュエーションを分析する手法は無数にあります。その中でメツラー・アセット・マネジメント GmbHが選好する手法は、広義の企業収益（キャッシュEPS=EPS（一株当たり利益）に減価償却費等を加えたもの）の10年移動平均を用いることです。こうすることで、景気循環が利益の伸びに与える影響を差し引くことができます。たとえば、不況期においては、企業利益は一時的に大幅に低下するので、過去12ヶ月ないしは今後12ヶ月の利益に基づくPER（株価収益率）は、「高過ぎるPER」という誤ったシグナルを発する可能性があります。現在、バリュエーション指標は地域間で大きく乖離しています。米国株のバリュエーションは、2001年初め以来の最高水準にまで上昇しています。欧州および新興国の株式市場のバリュエーションは、過去の平均に近く、日本株式市場はわずかながら割安となっています。このように、地域間のバリュエーションの乖離は極端なレベルに達しており、中期的にはこの乖離は縮小すると見えています。そして、11月の米大統領選挙がそのきっかけになる可能性があります。ジョー・バイデンが大統領選で勝利し、民主党が上院で過半数を獲得した場合、増税が実施される可能性が高く、これは米国株式市場にとって下押し圧力となります。一方、欧州や新興国の株式市場への投資家は、大規模な貿易戦争のリスクが減少する可能性が高いため、ほっと胸をなで下ろすことができるでしょう。対照的に、トランプ再選という結果になれば、地域間の株式市場のバリュエーションの乖離の縮小はもたらされないでしょう。

### 株式市場：トランプ・バブル

## ユーロ圏経済：感染第2波とBrexitリスクにもかかわらず回復傾向に変わり無し

7-9月期の初めには、日本、台湾、韓国と同様に、欧州諸国も新型コロナの流行を制御できるだろうとの希望が残っていました。しかし、夏休みの間に若者を中心に規律が低下したことは明白で、秋前にも多くの欧州諸国で感染第2波が発生しました。南欧で新規感染者数が増加し、観光客が多数訪れる南欧の観光地の多くが感染危険地域に指定されたため、特に観光業が大きな打撃を受けています。2019年の対GDP比の旅行収支黒字は、ギリシャは約8.3%、ポルトガルは約6.2%、スペインは約3.7%でした。したがって、これらの国では、今後数ヶ月間に経済成長が顕著に鈍化すると予想されます。欧州全体のホテル、レストラン、エンターテインメント等のセクターも、ここ数週間に回復の兆しが見られたものの、今後数ヶ月の間に再び後退する可能性が高いと考えられます。サービス部門の弱さが続くと、欧州の景気回復は鈍化するでしょうが、景気回復を継続させるのに十分な景気刺激策が講じられると予想されるため、景気後退に陥ることはないと考えています。また、製造業部門も上昇傾向を継続することができると見えています。しかし、各国政府がコロナ規制を再強化することができるかどうか、より広範囲でのマスク着用義務等の限定的な措置だけでパンデミック抑制に十分かどうかは、まだわかりません。

どの国も二度目の全国的なロックダウンをする余裕はありません。ほとんどの国で、病院の稼働率と死亡率は低いままで。感染者の多くは若者で、これまでのところ、高齢者は概ね被害を免れています。感染拡大第2波に加えて、ブレグジットが欧州経済にとってもう一つのリスクです。現在のところ、交渉がうまくいっていないため、60%の確率で「ノーディール・ブレグジット（合意なき離脱）」になると言われています。もし、そうなるとうと、英国経済に大きな打撃を与えるだけでなく、大陸欧州の経済にも負担をかけることとなります。しかし、それによる大幅な景気後退を防ぐために、大陸欧州諸国は迅速に財政支援策を講じると見えています。「ノーディール・ブレグジット」による英国の経済的損失は甚大なものとなるため、英国政府は2021年中に折れざるを得なくなる可能性が高いと見えています。

## 米国経済：FRBの物価目標の見直し—その意味するところ

4-6月期にFRBは金融政策の目標を見直ししていると発表しました。この見直しが必要になったのは、世界金融危機以降に新たなインフレのダイナミクスが観察されたためです。それ以前には、デフレに陥るリスクよりもインフレがオーバーシュートするリスクの方が高いことが常でした。しかし、世界金融危機以来、ほぼ毎年、FRBは低過ぎるインフレに戸惑ってきました。今や、インフレが大きくオーバーシュートするリスクは減少し、デフレに陥るリスクが増加したようです。

インフレのダイナミクスが変わってしまった理由としてよく挙げられるのは、実質均衡金利（景気を冷やさず過熱もさせない景気中立的な実質金利水準）が著しく低下しているため、金融政策が以前よりもはるかに制約されていることです。均衡実質金利は、経済の成長ポテンシャルと民間部門の貯蓄性向に大きく影響されます。この二つの変数は、人口動態の変化が大きな決定要因です。その結果、FRBのモデルは、政策金利が下限のゼロ金利に達する確率が以前よりもはるかに高くなったことを示しています。このような背景から、FRBは、将来、長期的にゼロ金利の罠に陥ることを避けたいと考えています。そのため、FRBは将来のインフレ上昇局面でインフレ・バッファを構築したいと考えています。つまり、FRBはインフレが一時的にインフレ目標を上回るようにしたいと考えているのです。

これは、FRBが見直し前のインフレ目標の下で行ったように引き締めサイクルの後半で主要政策金利を引き上げることを意味しますが、見直し後では主要政策金利をより強く引き上げることができるため、景気後退に対処するためのより大きな金利バッファを確保することができるようになります。ただし、インフレ目標自体は2.0%のままですが、FRBは現在、より長い期間での平均的なインフレ目標の達成を望んでいるのです。シミュレーションでは、新たに定義されたインフレ目標を考慮すると、FRBは早け

## markt:aktuell

れば 2025 年に主要政策金利を引き上げる可能性があることが示されています。しかし、2021 年にインフレが急上昇した場合には、主要政策金利の早期引き上げが必要となるリスク・シナリオになります。

中央銀行による流動性供給がすべて金融システム内にとどまっていた 2008/2009 年の世界金融危機の時とは対照的に、コロナ危機では、主に FRB からの資金提供によって銀行融資と財政赤字が急増したことで、企業と家計はたっぷりの流動性を享受しました。不確実性が高いため、そうした流動性は貯め込まれ、それゆえに危険なインフレダイナミクスを引き起こすことはないと考えています。しかし、お金が実体経済に流れ込み、物価上昇をもたらすシナリオも考えられます。インフレ・シナリオのリスクは、大統領選挙の結果にも左右されます。バイデンが大統領選で勝利し民主党が上院で過半数を獲得した場合には、新たな包括的な財政パッケージが採用される可能性があります。一方、トランプ再選となれば、不確実性は高まり、貿易摩擦が再び深刻化すると予想されます。

### アジア経済：個人消費の回復が予想される日本、堅調な成長を続ける中国

2020 年 9 月 16 日、安倍晋三前首相は、アベノミクス政策を継続する意向を表明した後継者の菅義偉氏にバトンを渡しました。「アベノミクスは大成功」という評価しかないと思います。2012 年 12 月の安倍首相の就任以来、日本株式市場は年率平均 12.2% のリターンを達成しました。日本の人口は同期間に約 160 万人減少しましたが、雇用者数は約 360 万人増加しました。また、任期中に欧州連合との自由貿易協定をはじめとして七つの自由貿易協定を締結しました。さらには、米国離脱前には環太平洋経済連携協定 (TPP) と呼ばれ、現在は「環太平洋パートナーシップに関する包括的及び先進的な協定 (CPTPP)」と呼ばれている貿易協定を安倍前首相は主導して発効に導きました。後任の菅首相にとって、日本のデジタル化の推進は最大の課題となる可能性があります。日本はまた、気候変動目標を達成するために、再生可能エネルギー

の活用をさらに進める必要があります。菅首相は、デジタル化をはじめとした多くの重要な経済改革を目指しており、「前向き」との第一印象です。アベノミクスという改革のおかげで、日本は 2012 年から 2019 年にかけて生産性（労働時間当たりの GDP）を年平均で 1.2% 増加させ、1.0% 増の米国を追い抜きました。しかし、7-9 月期の成長は期待外れでした。9 月に、製造業 (47.3) とサービス業 (45.5) の購買担当者景気指数 (PMI) は 50 を下回り、不況の水準にとどまりました。日本はまだ他のアジア諸国の経済の好転に追随することができていません。7 月の大雨と 8 月の猛暑が消費を圧迫した模様です。しかし、国の支援の結果、ここ数ヶ月で家計所得は著しく増加しており、そのお金の一部はすぐに使われるはずですが。さらに、グーグルのデータの分析によると、新型コロナウイルス感染者数の減少したことで、9 月の 4 連休に人の移動が大幅に増加したことを示しています。これは、人々は以前のように外に出てもっと消費したいと思っていることの表れだと思います。また、10 月 1 日から Go To Eat や東京発着の Go To Travel がスタートし、これにより 10-12 月期の消費とサービスへの支出がさらに押し上げられるはずだとみえています。

中国政府が貿易・技術紛争における米国の措置の厳しさと一貫性に驚いていることは明らかです。中国は、より大きな技術的、経済的、地政学的、文化的独立性で対応したいと考えているようです。そのため、中国政府は、一方で国内経済を強化し、他方で国内の技術開発に大規模な投資を行おうとしています。また、政治的責任を負う立場にある人々は、現在、環境保護への取り組みをやや先延ばしにして、非常に伝統的なインフラ投資で経済を刺激しています。経済指標は、この経済政策が政治的に重要な労働市場の安定化に成功し、中国経済が堅調な成長を続けていることを示しています。

興味深いことに、金融政策はこの過程でわずかな役割しか果たしませんでした。今後も、主要政策金利の引き下げは銀行部門の収益性を低下させ、家計の貯蓄の増加につながる可能性もあるため、金融政策面からの景気刺激策はほとんど

ど期待できません。経験上、中国の家計は具体的な貯蓄目標を目指して努力しており、金利が下がると貯蓄を増やす傾向にあります。金融政策に残された唯一の選択肢は、最低準備率を引き下げて銀行部門の流動性を解放することです。金融政策の安定が予想されるということは、債券市場も安定的に推移することを示唆しています。現在、中国の10年国債の利回りは約3.1%、1年国債の利回りは約2.6%です。

エドガー・ヴァルク  
チーフ・エコノミスト  
メッツラー・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