

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済の見通し

2020年10月26日

株式に替わる資産はないであろう

歴史はそのままの形で繰り返すものではありませんが、今日と1920年代の類似性は紛れもないものと思われます。当時、人類は深刻なスペイン風邪のパンデミックに直面した上、ドイツ経済はとりわけ、第一次世界大戦に起因する多額の賠償金により、危機的な状況にありました。このような不利な条件にもかかわらず、1920年代は通常、歴史書のなかで黄金の10年と呼ばれています。例えば、この間における主要な投資対象資産の中でトップパフォーマーの一つが株式であったとの記録が示されており、1920年の初めから1929年の株式相場の高値まででドイツ株は428%上昇し、これは年率換算で18.1%のパフォーマンスに相当するものです。今日では、今後10年間でドイツ株が同じように好調に推移する可能性は低いと思われませんが、現在の厳しい状況にもかかわらず、今後も株式が最も魅力的な資産クラスになるであろうことを示唆する材料は多いと思われれます。

コロナ危機とその影響を克服する為、世界各国で断固とした対応措置が取られています。中央銀行も政府も今年、経済を支援するために前例のないプログラムを立ち上げ、これまでのところ、パンデミックの影響を緩和することに成功していると思われれます。しかし、その代償が跡形もなく消えていくとは思われず、今後数年間、市場関係者は、莫大な国家債務を誰が負担するのかという問題に益々注目するようになると思われれます。政治家は、歳出削減や増税で有権者に負担を強いることに消極的である為、金融緩和の手段を選好する傾向が続くと見られれます。その過程で、マイナスの実質金利は貸し手の資産を減らし、同時に債務者（この場合は国家）の負債を減らす為、このことは信用格付けの高い債券から利益を出すことが難しいことを意味しており、実際のところ、全ての資産を名目利回りの低い資産で保有し、マイナスの実質利回りによって、いずれは、資産が“収用”される可能性さえある投資をしたいと考える投資家は存在しないと思われれます。従って、実物資産への投資を行う以外に選択肢がないと言えます。代替手段がない

("There is no alternative") という議論は、今後数年間、益々多くの投資家の間で認識されて行くものと見られ、株式資産は、実態経済に於いて事業活動による価値創造（利益成長）を前提とすることから、名目ペーパー資産である債券と異なり、上述における実物資産に当てはまると考えられれます。株式投資は、一時的に生じ得る価格変動にかかわらず、長期的な追い風を受ける可能性が高いと予想しています。

しかし、金利、負債、中央銀行、政府の相互作用は、長期的には巨大なリスクをもたらす可能性もあると思われれます。結局のところ、コロナ危機に煽られて、経済関係

者は、政府や中央銀行が「すべてを解決してくれる」と信じるようになってきているように見受けられます。このように、現代社会は、次第に市場経済の原則を捨て、生産性に悪影響を及ぼすことが知られている国家統制経済への依存度を高めようとしているように見えます。そうならば、「創造的破壊」の原則は永久に中断さ

れることになり、その結果、より多くの企業が、債務超過に陥る、或いはもはや利益が出なくなっても、人為的に生かされるという事例が増大すると考えられれます。この帰結として、経済成長が恒久的に阻害される可能性があります。これを防ぐ為には、政治家や中央銀行、その他の危機管理を担う当事者は、政策の長期的なリスクが短期的な利益を上回る時点を見逃さないようにする必要があります。しかし、コロナ危機の影響は、金融問題として見るのみならず、米国大統領選挙という政治的な一大イベントによる影響と合わせて考慮して行く必要があると考えられれます。ドナルド・トランプ氏の選挙勝利がほぼ確実と思われた後、コロナ危機はポーカー・ゲームのカードをリシャッフルしたと言えます。米国は現在、深刻な健康・経済危機と、社会の悲惨さの真っ只中にあると思われれます。国内政治の二極化が進み、特に新興経済大国の中国を巡っては外交政策の対立に事欠かない状態となっています。このような激動の環境の中で、米国民は11月3日に投票を求められます。そうすることで、今後4年間のワシントンの政治的な運籌を握るのは誰かを定めるだけでなく、どの政党が米国の選挙区を（自分たちに有利なように）再定義することが許されるのか、今後10年間の連邦準備制度理事会を誰が形作るのか、そして最高裁判所が長期的にどのような政治的影響力のもとにあるのかが決定的なことを意味することから、今年の選挙が、今後のアメリカが取るべき方向性を決定しようとしていることは間違いないと考えています。

欧州大陸では、パンデミックの影響とその封じ込めを中心にすべてが展開されていますが、大西洋の反対側では、米国大統領選挙に注目が集まっています。目下、この投票は、政治的、社会的な意味で重大なものと考えられているだけでなく、多くの投資家が金融市場に重大な影響を与えると予想しており、特に民主党が勝つ場合には、市場参加者の60%以上が株価の下落を予想しています。しかし、2016年の大統領選の前に間違っていたように、早計な結論を出すべきではないと思われ、ドナルド・トランプ氏が大統領に選出された場合、株式市場は下落圧力を受けるだろうと大方が予想していましたが、今となってはそれが誤っていたことは広く認識されていると思われれます。

欧州株はまだ米国株に比べてバリュエーション面での優位性があると考えていますが、それはまだ株価パフォーマンスの向上に反映されていないと見ています。ファンダメンタルズの観点から見れば、バリュエーション上の優位性は長期的には、株価上昇を伴うと考えられることから、この状況は大変興味深いものと言えます。これを過去を振り返ると、1970年から2011年までの間、大西洋の両岸の株式市場は、一時的には欧州株式市場が優勢であった時期が見られますが、多かれ少なかれ同等なパフォーマンスを示していたように思われます。従って、株価は、長期的には企業のファンダメンタルズの動向に連動しており、企業利益の伸びも両地域で概ね同等だったことに違和感はないと考えています。しかし、2011年以降は状況が変わったと見ています。テクノロジー系大型株に牽引された米国株が活況を呈する一方で、欧州株は下落しました。企業収益の推移も同様で、米国では2011年から2019年まで年平均5.6%上昇した一方、欧州では年平均0.6%と殆ど伸びていない状況が示されています。両地域の展開が大きく異なるのは、基本的に2つの事象に起因していると考えられます。一つは、2011年から2013年までの欧州債務危機が欧州企業収益の大幅な減少をもたらしたことで、もう一方は、米国の税制改革により、2018年に企業収益が直

接的に増加したことです。これら2つの特別な出来事を除いた過去15年間の比較を見ると、企業収益は両地域に於いて、ほぼ同率で成長しており、歴史的なパターンに沿っていることが分かると思います。欧州株式への投資家にとって、これは将来に向けての励みになると考えています。欧州企業を犠牲にした2つの特別な出来事が、短期間に繰り返されることはないと思われまます。この理由は、過去とは異なり、最近のユーロ圏では財政政策が成長支援型に舵が切られてきていること、さらに、欧州の主要株価指数内で相当な構成ウェイトをもつ伝統的にシクリカルな銘柄は、今後数ヶ月の間に景気回復の恩恵を受けることになると見られます。全体的に見て、欧州株の先行きに関する見通しは悪くないと思われまます。経済的・政治的な不確実性が高い時期には、誰もが将来を予想することは困難であり、我々は、低金利が継続していること、今後数四半期の景気回復が期待されるという背景に着眼して、今後の欧州株式の見通しは引き続き明るいと思っております。

メツラー・グループ・プライベート・バンキング部門
Carolin Schulze-Pastring
Michael Mayer

- ▶ 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、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、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