

market:update

～Metzler Weekly Market Update～

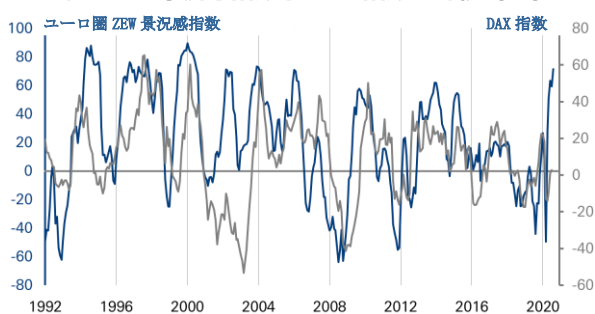
欧州経済の見通し

2020年8月24日

現在の株価は現在の経済状態を反映していないだろう

世界中の中央銀行によるマネーの過剰供給を背景に、株式市場では株価が実体経済から乖離し独り歩きしているかのような印象が繰り返し語られています。このことは現在の株価を現在の経済指標と比較することによって認識されるものかと思われますが、通常、株価動向は、実体経済に対して3ヶ月から6ヶ月程度、先行するものであり、景気後退の開始時期や、景気が底打ちする時期などに株価が実体経済に先立って推移する様子が観測されると思われます。これはDAX（ドイツ株価指数）とZEW（欧州経済研究センター）景況感指数との強い相関を見ても、株式市場は実体経済の動向を早期に織り込み推移するものであり、現在の経済状態を表すものではないことが分かると思います。実際にZEWはドイツ国内のエコノミストや金融関係者に向こう6ヶ月程度の景況感見通しをヒアリングした結果であり、8月は過度に楽観的な向きではないエコノミストによる景気見通しが2003年以来の最高レベルにまで上昇しました。これにより、今年3月以来の株式市場の回復が経済ファンダメンタルズの見通しを反映したものであるとの解釈が妥当なことは分かると思います。

株式市場のパフォーマンスは景気見通しを反映 ユーロ圏 ZEW 景況感指数と DAX 指数の比較 (%)



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー 2020年6月15日時点

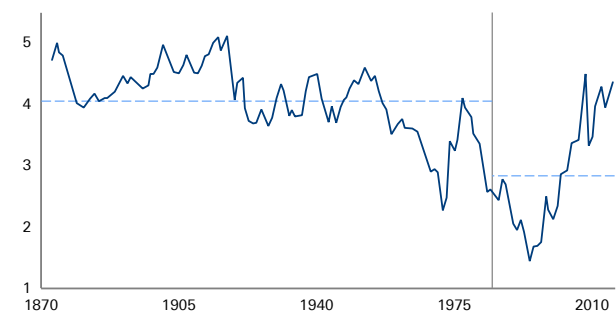
さらに、株式市場が、中央銀行による潤沢な流動性供給によって歪められているとの意見は客観的に見て正しくないと考えられます。代表的な17の株式市場に関する研究結果では、グローバル株式のリスクプレミアムは、1870年以來の長期平均である約4%に回帰したことが示されています。足元の金融市場データを見るとMSCIドイツ株価指数の株価収益率は18.2倍で、期待される事実上の中期的株式パフォーマンスを示す益利回りは5.5%となっています。またドイツ10年国債の実質利回りは現

在約-1.5%であり、これによりドイツ株式の予想リスクプレミアムが7%にもなるということが示唆されています。

中央銀行による流動性供給策はかようにリスクプレミアムの人為的な低下や歪みをもたらしておらず、むしろグローバル経済の成長見通しが改善したことに伴って引き上げられたと思われます。

現在の環境下では、満足いくほど高いリスクプレミアムをもつ金融投資対象を見つけることは困難ですが、グローバル株式市場がこれを提供していると考えています。目下、グローバル株式市場は、妥当な株価水準にあると考えられますが、勿論それは経済環境が予想外に困難に直面した場合でも株価が再び下落することはないという意味ではありません。

株式のリスクプレミアムは歴史的な平均水準に回帰 エクイティリスクプレミアム (%、17 国)



出典: voxex.org/article/big-bang-stock-market-capitalisation-long-run (ビッグバン: 長期的には株式時価総額; Dmitry Kuvshinov, Kaspar Zimmermann, 2020年7月17日)

目下、金融市場における最大の歪みは中央銀行による大規模な介入を背景とする国債市場に見られ、長期債には負のリスクプレミアムがあると推計する研究結果さえあります。償還までの期間の長い債券の価格変化はマネーマーケット証券より変動しやすい傾向があり、通常、投資家は内包するリスクに対するリスクプレミアムを要求します。基本的に、債券のリスクプレミアムは、償還までの期間に亘り予想される政策金利の平均と現在の利回りとの差として計算されます。

このような環境下、負のリスクプレミアムは不自然なものであり、中央銀行の介入による影響を反映していると考えられる為、国債利回りの動きから、例えば、利回り低下は投資家の景気後退に対する懸念の高まりを反映したものであるというように推測することは妥当でないと思われます。近時の国債利回りの動きは中央銀行の金融政策に対する見通しと実際に適用された金融政策それ自体によってのみ影響を受けていると思われる為、もはや国債市場は金融市場としてのシグナルを市場参加者に与えるものではないと思われます。

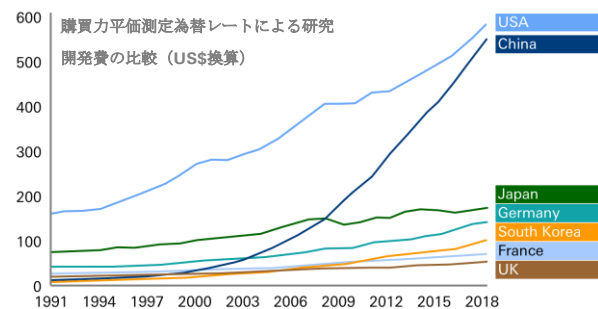
market:update

世界の経済的優位はアジアへシフト

5月にグローバル経済の地殻と言えものがアジアにシフトしていること、ドイツの投資家はアジアに殆ど投資していないことにつき説明しましたが、下記二つのトレンド・チャートはこれに関する一連の分析結果を明確に裏付けるものと言えます。

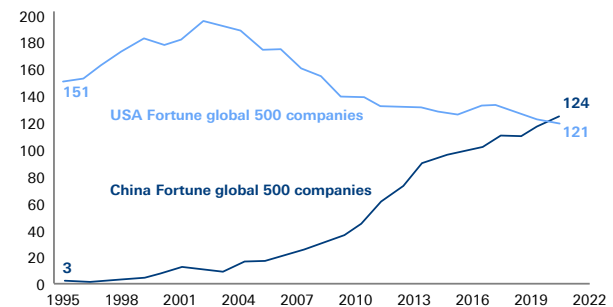
例えば、中国の研究開発費の規模は既に米国のレベルに追いついていますが、歴史を振り返ると、技術的な優位性をもった国のみが覇権国としての上昇してきたことが分かります。中国はこの意味において成功路線を歩んでいると思われ、これは「フォーチュン・グローバル 500 (Fortune global 500 companies)」の中に米国より多くの中国企業が名を連ねている事実によっても確認できると考えられます。

研究開発費で中国は米国に追いついた



出所: OECD, Goldman Sachs Global Investment Research, Metzler, Standard 2019
出所: OECD, ゴールドマンサックス・グローバル・インベストメント・リサーチ, メツラー, 2018年時点

上位 500 社売上高は中国が米国を追い抜いている



出所: BofA グローバル・インベストメント・ストラテジー (フォーチュン 500)、
メツラー, 2020年時点

コロナ感染第 2 波は景気回復の速度をどの程度、遅らせるか

米国では感染の第 2 波が欧州よりもかなり早く始まりました。その結果、予定されていた検疫規制の緩和は実施されず新たにローカル・ロックダウン措置が発動されました。個人世帯もより慎重になったようで再び社会的距離を取っていると思われ。総じて、これらにより景気回復が軌道から外れた訳ではありませんが、減速することになったと見られます。

このような環境下、足元で発表される米国の経済データについては、景気回復ペースの減速がどの程度のものであるかということに注目が集まると考えています。

興味深いことに、米国の住宅建設業者で構成される代表的な株価指数が住宅バブル期の最高水準を超えて史上最高値まで上昇しました。明らかに投資家の間でコロナ感染第 2 波が住宅市場には影響を及ぼさないとの見通しが反映されていると見られます。主な理由は、現在一日当たりの感染者数は 4 月の 2 倍程度、報告されていますが、同死亡者数は半分程度となっており、新規感染者が主として若者であることや同時に治療方法など医学的な進展も見られることが背景にあると思われ。恐らくこうした背景から、コロナ感染第 2 波による経済的影響は第 1 派による影響よりも大幅に少なくなると考えられます。これまで景気回復において遅れをとっていた同業界における景気及び株価の進展は注目に値すると思われ、今後はフィラデルフィア連銀製造業景況指数や日本、欧州、米国などで発表される製造業購買担当者指数などにも反映されてくると予想しています。

今週もよろしくお祈りします。

エドガー・ヴァルク
メツラー・アセット・マネジメント
チーフ・エコノミスト

market:update

- 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。

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