

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

欧州経済市場の見通し

2020年6月29日

年後半の見通し

年後半の動向が、世界中期的な経済見通しを左右することになりそうです。悲観的なシナリオは、2020年の10-12月期以降、ローンのデフォルトや企業の倒産が著しく増加する恐れがあるというものです。現在は、多くの銀行が借入先と返済猶予で合意しているため、ローンのデフォルトはまだ低い状態です。しかし、こうした返済猶予のほとんどは2020年10-12月期から2021年4-6月期に期限切れとなります。その結果、第二の大波のような解雇と失業率の上昇を招く可能性があります。また、負債を抱えている企業の多数は、そのキャッシュフローを負債の削減に回すため、これ以上の投資はほとんど行われず、新規雇用の創出はほとんど行われません。このシナリオでは、二度目の不況が発生することになります。

楽観的なシナリオは、上記のような展開は、非常に拡張的な財政政策によって相殺されるため、実際には破産申請をしなければならない企業はごくわずかであるというものです。また、多くの企業は、借金を減らすと同時に投資をすることができるほどの十分なキャッシュフローを持っています。さらに、アジアや欧州、米国では、これ以上の全国的なロックダウンはないはずです。その代わりに、楽観的なシナリオを現実のものとするためには、局所的な隔離規則の助けを借りて、感染拡大を制御し続けなければなりません。もう一つの楽観的な理由は、ワクチンや重症患者の治療薬が今年にも開発されるかもしれないことです。

このような背景から、財政政策が極めて重要です。EUで7500億ユーロの景気刺激策が実施され、米国でさらなる景気刺激策が実施されれば、各国で全国的なロックダウンがないと仮定した場合、楽観的なシナリオが実現する可能性は十分にあると考えます。

米国の弱点を露呈させたパンデミック

米国での1日の新規感染者数は、6月14日に約2万人だったのが、6月18日には2万8000人を超えるまでに増加しました。累計感染者数も6月18日には約120万人に達しました。このように、米国では感染拡大第二波が始まった可能性があります。このことは、感染者数が多いにもかかわらず、経済を再開することがいかにリスクな戦略であったかを示しています。しかし、多くの企業や家計の貯蓄では、長期にわたる収入枯渇の局面を

乗り切ることができなかったであろうことから、政府には経済再開以外に選択の余地はなかったのだらうと思われる。2018年の米連邦準備理事会（FRB）の調査によると、調査対象となった成人の39%は緊急時に400米ドルの追加費用を賄うのに十分な貯蓄を持っていません。また、無保険のアメリカ人の多くは、健康保険や病気手当がないために働かざるを得ない状況にあり、これがウイルスの蔓延を助長しています。

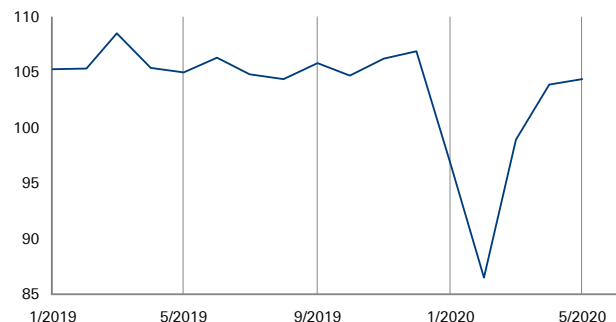
しかし、仮に感染第二波が来たとしても、もはや全国的なロックダウンはなく、局所レベルでの対策のみが行われることになる可能性が高いです。そのため、米国の感染者数は今後も増え続ける可能性が高いと思われます。このような背景から、米国政府は新型コロナウイルスのワクチンや治療薬の迅速な開発に力を入れることになるでしょう。米国で感染第二波が起これば、景気回復は遅れるでしょうが、景気回復が止めさせられることはないでしょう。いずれにせよ、財政赤字の増加につながる可能性は高く、米ドルの見通しは良くありません。

意外に強い経済モメンタム

最近発表された世界の経済指標のほとんどが事前予想を上回っています。基本的に経済指標は再び上昇に転じると予想していましたが、その勢いの強さには驚かされます。特に中国の鉱工業生産は、5月までにすでに異例の急速なV字回復を示しています。直近では、世界的な景気後退を受けて中国の鉱工業生産関連の指標はやや悪化しており、中国の中央銀行は内需を強化するために貸出金利を引き下げる可能性があります（6月22日に実際には据え置かれた）。

中国の鉱工業生産はV字回復

中国の鉱工業生産指数



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー、2020年5月31日現在

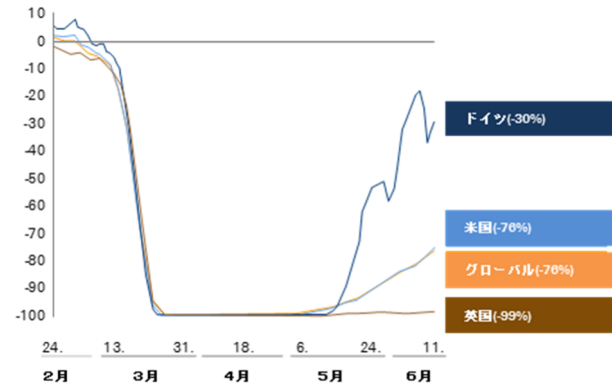
中国の動向が欧米経済の先行指標であるとすれば、世界の購買担当者景気指数（23日）とIfo指数（24日）のさらなる改善が期待されます。興味深いことに、中国では鉱工業部門が個人消費よりも早く回復しました。しかし、米国では、おそらく逆の動きとなりそうで、5月の消費支出（26日）がそのことを示すと思われます。米国の消費者は、政府の大盤振る舞いのおかげで、お金をうなるほど持っていますし、新築住宅販売件数（23日）が顕著に増加して示すであろうように、新型コロナウイルスにもかかわらず、将来に大きな自信を持っているように見えます。今後の経済成長と労働市場に十分な自信がある場合のみ、消費者は低金利を活用して、人生最大の買い物である住宅を購入しようとしています。感染第二波のリスクが高まって、今のところ消費者の購買意欲は低下していないようです。

窮地に立つ英国

それは当初、EUの（過剰な）官僚主義からの解放、自己責任と起業家精神、そして自由貿易の拡大という将来のビジョンのように聞こえていました。しかし今では、このビジョンは目を覆うばかりの惨状となっています。米大統領選挙までは米国との貿易協定は結ばれません。ジョー・バイデンが大統領選に勝利すれば、英米の貿易交渉ですぐに結論が出る確率も低下します。香港の紛争で中国との関係は緊迫しています。英国一国の孤軍奮闘では中国は聞く耳を持たないでしょうが、EUの一員としての英国であれば中国はおそらく耳を貸す姿勢を見せたでしょう。つまり「グローバル・ブリテン構想（「EUの枠に閉じ込められることなく、幅広い世界で経済的・外交的機会を求める）構想）」は破綻してしまっているのです。さらに、新型コロナウイルス対策の不手際により、英国経済は非常に苦しんでいます。たとえば、ドイツではすでにレストランの予約が顕著に回復していますが、英国ではまだ減少しています。

経済指標としてのレストラン訪問来店者数

オープンテーブル経由のレストラン予約の対前年比、7日間の移動平均



出所：オープンテーブル、メツラー、2020年6月12日現在

しかし、ボリス・ジョンソン首相が、「ブレグジット（英国のEU離脱）交渉で英国が優位に立っている」とまだ思っているのではないかと疑念が拭えません。そのため、年末にはハード・ブレグジット（強硬離脱）となる可能性が非常に高いと考えています。しかし、そうなった場合には英国経済への影響は壊滅的なものとなるため、ジョンソン氏はEUとの貿易協定を結ぶために、ごく短期間のうちにEUが要求する譲歩を丸呑みする可能性が高いでしょう。しかし、英国が現在の環境下では弱い立場にあることを時間の経過とともに悟り、年末までに必要な譲歩を行うことになる可能性もあります。

今後の見通し：米国とドイツの10年国債利回り

世界の経済指標は5月以降、初めて改善の兆しを見せています。これに伴い、今後の景気期待にも回復が見られるようになりました。例えば、独ZEW指数は3月に過去最低まで低下した後で、4月、5月、6月と上昇しています。通常、経済が回復すると、イールドカーブはスティープ化します。例えば、メツラーの予測モデルでは、2020年6月から2021年末までの米国10年債の利回り水準は1.5%で安定的に推移すると予測しています。

メツラーの試算では米国 10 年債の適正利回りは 1.5%

単位：%



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー、2020年5月31日現在

また、現在、▲0.4%前後のドイツ 10 年国債の利回り水準は、2020 年 6 月から 2021 年末までの同予測モデルの適正水準である 0.1% 前後を大きく下回っています。なお、予測モデルによる利回り予想は、メツラーの楽観的な経済シナリオに基づくものです。

メツラーの試算では独 10 年国債の適正利回りは 0.1%

単位：%



出所：トムソン・ロイター・データストリーム、メツラー、2020年5月31日現在

再び全国的なロックダウンが実施された場合、ないしは財政による景気刺激策が少なすぎた場合には、悲観的なシナリオが現実化する可能性があります。その場合には、米国とドイツの国債利回りは大幅に低下すると予想されます。しかし、楽観的なシナリオの場合でも、中央銀行は債券の買い入れプログラムによって長期にわたって安定した利回りを維持しようとしているため、利回りが急上昇するとは考えていません。

国債市場のリスクとしては、金融・財政政策の中期的な健全性への信頼の喪失によるインフレ期待の高まりが挙げられます。この場合、国債の魅力が低下し、売り圧力が強まり、中央銀行はさらに大規模な国債買い入れを余儀なくされる可能性があります。このシナリオは、2018年の大規模減税により、すでに政府債務や財政赤字が巨額になっている米国にとっての脅威となる可能性が高いです。また、感染第二波が発生すると、財政赤字がさらに拡大する可能性があります。米連邦準備理事会が、債券買い入れによって、米国国債の利回りを常時安定的に維持する可能性があります。それは米ドルの対外的価値を著しく低下させる（すなわち大幅な米ドル安をまねく）と考えられます。

エドガー・ヴァルク

メツラー・アセット・マネジメント GmbH

チーフエコノミスト

- 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

W20-009