

markt:aktuell

~Metzler Weekly Market Update~

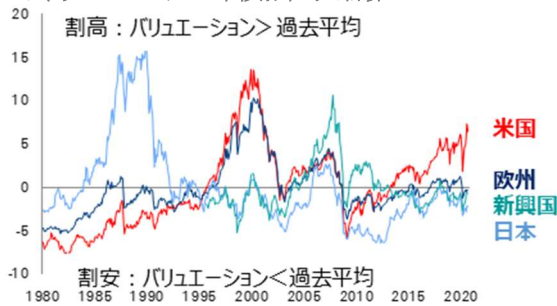
欧州経済の見通し

2020年10月12日

米国株式市場のトランプ・バブルは弾けるか

株式市場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ると考えています。例えば、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、その結果バリュエーション（株価評価）があまりにも高くなってしまった場合には、誤ったシグナルを発している可能性があります。特にパンデミックでは、これは一時的な外因性ショックに過ぎないので、この調整が必要と考えます。例えば、アナリストは STOXX Europe 600 指数構成銘柄の企業利益は2020年に前年比32.5%減となり、その後2021年と2022年にはそれぞれ前年比39.2%増、16.7%増と予想しています。そうすると、2022年には、2019年よりも約9.7%企業利益が伸びていることとなります。

いつになく乖離している地域間のバリュエーション
各地域の MSCI 指数の「株価/キャッシュ EPS*比率」の推移
*キャッシュ EPS は10年移動平均で計算



出所：トムソン・ロイター データストリーム、メツラー；2020年9月30日現在

現在、株価/キャッシュ EPS 比率は、地域間で大きく乖離しています。チャートでは、現在の株価/キャッシュ EPS 比率から過去平均の株価/キャッシュ EPS 比率を差し引いていますので、過去と比較して割高か割安かを一目で見ることができます。このチャートを見ると、2016年11月にドナルド・トランプが米大統領選で勝利して以来、米国株式市場は大幅な割高局面に入ったことがよくわかります。トランプ大統領にとって、株式市場は彼の政策が成功しているかどうかを示す指標です。このことは、トランプ大統領は常に株式市場に注目しており、長期間にわたり株式市場にダメージを与える可能性のある政治的な決定を避けていることを意味しています（これは「トランプ・プット」とも呼ばれます）。これが米国株式市場のトランプ・バブルの一因でしょう。これに対して、欧州、日本、新興国の株式市場のバリュエーションは、ほぼ過去の平均値に近い水準に

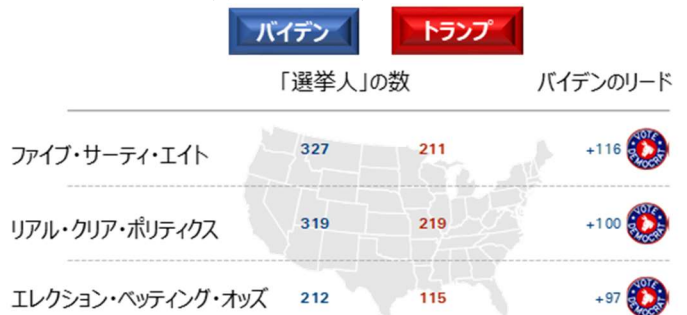
あります。このように、地域間で極端なバリュエーションの乖離が生じています。

世界株式市場との関連性が高い米大統領選挙

現時点では、ジョー・バイデンが米大統領選に勝利する可能性が十分に高いです。たとえば、①ファイブ・サーティ・エイト（世論調査分析サイト）、②エレクション・ベッティング・オッズ（複数の賭けサイトのオッズをもとに当選確率を算出するサイト）、③リアル・クリア・ポリティクス（政治専門サイト）の評価の高い3つのウェブサイトの調査では、9月29日開催のテレビ討論会の前にバイデンはトランプに対し既にリードしていましたが、討論会の後にバイデンはさらにリードを広げています。

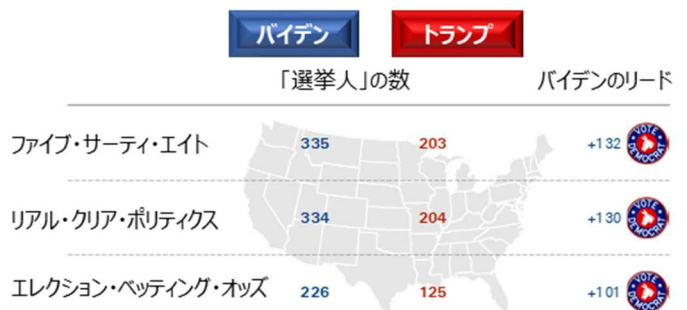
米大統領選はバイデンがリード。

9月29日のテレビ討論会の前の調査



出所：メツラー；2020年9月25日現在

テレビ討論会の後の調査



出所：メツラー；2020年10月1日現在

そのため、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占めた場合、増税が実行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。また、バイデン政権になれば、経済格差是正の傾向が強くなる（すなわち、法人税率の引き上げや富裕

層への課税強化) ため、「トランプ・プット」は消えて無くなるでしょう。もちろん、米国株式市場が下落すれば、世界の他の国の株式市場もそれに連れ安することになります。しかし、中期的には、バイデン大統領の下で大規模な貿易戦争のリスクが低下する可能性が高いため、欧州、日本、新興国の株式市場の投資家はほっと胸をなで下ろすことができるでしょう。その結果、地域間のバリュエーションは収束し、米国株はアンダーパフォームする傾向にあると考えています。

米国：予想外に強い消費

実のところ、8月以降に米国政府からの支援が止まってしまったため、米国の消費はもっと大幅鈍化すると予想していました。8月の家計の所得は、7月に比べて2.7%減少しました。しかし、米国の消費者はその影響を受けず、8月の個人消費者支出は7月に比べて1.0%増加しました。その結果、貯蓄率は17.7%から14.1%に低下しています。また、消費者は9月に入って、より多くの消費をするために貯蓄率を下げたようです。

従って、9月のサービス業PMI(10/5)が示すように、米国の景気回復に変わりはない模様です。しかし、消費性向が高いと輸入も増加することから、米国の貿易収支は悪化の一途をたどることになります。中期的には、貿易赤字増加の結果、米国の対外債務が増加することで、再び危機のリスクが生じる可能性があります。

一方、欧州では、サービス業PMI(10/5)は新型コロナウイルス感染拡大第2波に打撃を受けています。そのため、欧州の成長見通しは以前よりも悪化しています。結局のところ、ドイツの産業が欧州の成長のエンジンとなっています。これは、ドイツの8月製造業新規受注(10/6)、8月鉱工業生産指数(10/7)、8月貿易収支(10/8)に示されるはずですが。

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

W20-024