

投資環境見通し

2019年新春号

野村アセットマネジメント

野村アセットマネジメント

投資プラットフォーム

2017年12月末時点

株式	債券	インデックス	アドバイザー
<p>5.4兆円 87名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 コア / バリューストック / グロース / 小型インカム / テーマ / ESG グローバル マルチテーマ / バリューストック / インカム / 米国 / グローバル / 新興国 (ACI*) アジア バリューストック / インカム / テーマ / 単一国 / 地域特化 REIT 国内 / アジア / グローバル / 米国 (ACI*) ロング・ショート / 集中投資 / カバードコール コンセプト型運用 / ソリューション <p>* American Century Investments®</p>	<p>12.5兆円 54名</p> <ul style="list-style-type: none"> 日本 総合 / 国債 / クレジット グローバル 総合 / 国債 / クレジット / ハイ・イールド (NCRAM*) アジア ドル建 / 現地通貨建 新興国 高金利通貨運用 / ドル建 (NCRAM*) / 現地通貨建 アンコンストレインド戦略 債券絶対収益型 (NGA**) コンセプト型運用 / ソリューション キャッシュ・マネジメント <p>* Nomura Corporate Research and Asset Management Inc. ** Nomura Global Alpha LLC.</p>	<p>21.8兆円 29名</p> <ul style="list-style-type: none"> 上場投信 "NEXT FUNDS" 国内外 株式 / 債券 / コモディティ インデックス / "Funds-i" 株式: 先進国 / 新興国 債券: 総合 / 国債 / クレジット / 新興国 REIT / 商品 株式スマートベータ RAFI / 最小分散 / インカム / クオリティ マルチ・スマートベータ ESG 債券スマートベータ RAFI コンセプト型運用 / ソリューション 	<p>9.1兆円 29名</p> <ul style="list-style-type: none"> コンベンショナル シングル・マネジャー マルチ・マネジャー (NFR&T*) オルタナティブ ヘッジファンド / CTA プライベート・エクイティ プライベート・デッド ダイレクト・レンディング インフラ / 不動産 <p>* 野村ファンド・リサーチ・アンド・テクノロジーズ株式会社</p>

マルチアセット&ソリューションズ

0.9兆円
18名

オールウェザー・ファクター・アロケーション / スマートプレミアム戦略
マルチ・ベータ・バランス戦略
日本株TAA / スタイルアロケーション

マルチ・アセット・インカム戦略
システマティック・マクロ戦略
オルタナティブ・リスク・プレミアム

(注) 上記は、野村アセットマネジメントおよび100%子会社のケイパビリティ毎の運用資産残高、投資プロフェッショナル数、主要戦略を表記しています。海外を中心とした関連会社、ジョイントベンチャー等は対象外です。このため、巻末の運用資産残高等とは異なります。

5 2019年の注目点

景気循環は下降局面の下、構造的な不確実性は高止まる

7 グローバル環境

世界貿易を巡る不確実性が徐々に市場・経済の下押し要因に

9 景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

10 Box1: 2018年の景気循環と資産価格の点検

11 リスク要因

ダウンサイドリスクが高まる一方で、持続的景気拡大の可能性は低下

12 各国経済・市場見通し

13 2019年の世界の政治・金融政策決定会合日程

14 Box2: 2019年の政治・金融政策における注目点

15 米国

緩やかな成長鈍化が見込まれる中、金融政策は慎重さを増すと予想

17 Box3: 米国経済における不均衡の蓄積と景気後退リスク

19 ユーロ圏

政治の不透明感がさらに高まる中、景気減速基調が継続

21 日本

2019年半ば以降、経済成長と物価の不確実性が高まる

23 中国

当局は外需減速による景気下振れ緩和のため、一段の内需刺激へ

25 新興国

ファンダメンタルズや政治リスクの差が注目される

27 債券・クレジット市場

利上げ期待後退で長期金利は低下でも、クレジット環境の悪化は続く

28 株式市場

割高感は解消したが、企業業績予想の下方修正リスクに警戒

29 為替市場

景況感格差、金融政策格差の縮小で米ドル高反転へ

30 原油市場

原油価格の鍵を握るのは、イラン経済制裁の実効性と米国の生産

31 各国見通し

2019年の注目点

景気循環は下降局面の下、構造的な不確実性は高止まる

1. 世界景気は下降局面だが、金融緩和は当面行われない

世界の景気循環は下降局面にある。通常、この局面にある世界景気が何らかの政策支援なしに改善に向かう可能性は低い。世界金融危機以降続いた景気拡大も終盤に差し掛かっている。2018年10月以降の株式市場での大幅下落頻発は、この景気先行きに対する懸念を反映したものであろう。一般に、株価の大幅下落は一旦発生すると頻発する傾向が高いため、2019年も株式市場の不安定な動きは続くと思われるべきだろう。

一方で、米国の企業業績予想からは、株価調整は時期尚早に見える。2018年は減税効果を除いても10%程度の増益と見られたにも関わらず、年間での株価リターンはマイナスとなった。現在見込まれている2019年の一桁台後半の増益予想が相当下振れるのでない限り、追加的な株価の下落余地は限定的だろう。経済全体に過度なレバレッジは観察されておらず、2019年に深刻な景気後退に陥るリスクは低いと見られる。

しかし、過度な楽観は危険だ。金融市場の

センチメントの悪化が实体经济の悪化に繋がり、結果として株価の調整を正当化させる可能性には留意すべきだ。米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げ姿勢を後退させれば、リスク資産価格は上昇するだろう。しかし、これは一時的で、持続的ではないだろう。実際に利上げが停止されるまでにはまだ半年程度の時間を要するうえ、リスク資産価格が上昇すればFRBは再び利上げ姿勢を強める可能性がある。また、中銀のバランスシートの縮小を通じた市場流動性の引き締めりで、リスクプレミアムは引き続き上昇するだろう。クレジット市場では高格付債が低格付債に比して魅力的だ。

米国景気と世界景気の格差は、2018年に1990年代以降の最大水準まで拡大し、米ドル高を引き起こした。2019年にはこれが縮小し米ドルは下落に転じるだろう。通常、景気格差が大きいほど、その後の米ドルの調整は大きい傾向がある。そのため、2019年の米ドルの調整は相応の規模になる可能性が高い。

2. 政治・政策リスクによる中長期的な不確実性は高止まり

各国の政治情勢の不透明化や貿易摩擦などの政治・政策リスクの高まりは、金融市場の先行き懸念を一層高めている。米国での企業業績が良好であるにも関わらず生じた株式市場の調整などは、こうした政治・政策による重石が影響しているだろう。

2019年も、政治・政策リスクが目立った後退は期待できず、金融市場の重石となるだろう。米国では、中間選挙を終えてトランプ大統領の議会に対する影響力は低下しており、財政政策などの議会に権限のある政策は停滞することが想定される。大統領は、外交や国防に政治的成果を求めるだろうが、大統領と議会の隔たり自体が不確実性を高める。

また、米中ともに通商政策は、国防としての意味合いをも帯びてきている。このため、米

中貿易摩擦は、貿易不均衡の是正措置が採られれば沈静化するといった楽観的な見方はできないだろう。過去20年以上に亘って続いた自由貿易による世界の成長加速は見込まれなくなってきている。短期的な景気循環に留まらず、世界経済の成長が中長期的に低下していく可能性は高まっているだろう。

世界的に大衆迎合的な政党が台頭し、これが支持を広げていることもある。これらによって、万が一、金融市場に混乱が生じた場合に必要な政策が実施できない可能性もある。この場合、そうした対応は再び中央銀行に委ねられ、中央銀行が更に非伝統的な手段を用いることを余儀なくされるだろう。

政治・政策に端を発する構造的な不確実性は、過去20年間で最も高まっている。

3. 新興国への逆風は一部緩和するも、貿易戦争で成長期待は低下

2018年に新興国にとって逆風となったのは、主に世界的な市場流動性拡大の終焉、保護貿易主義の高まりだ。2019年は、米国の利上げが停止されれば新興国市場への追い風となるだろうが、より構造的な世界貿易の縮小によって新興国の成長期待は高まらないだろう。

市場流動性が再び拡大に転じることは当面期待できないものの、米国の利上げは停止される公算が高まっている。これは、新興国の特に為替市場にとって追い風となるだろう。しかし、先進国中央銀行のバランスシートは縮小し続けるため、金融市場のボラティリティは高止まりすることを想定すべきだろう。こうした環境下では、対外債務の多い高金利国は引き続き逆風に晒されやすい。

市場流動性の問題が循環的なものであるのに対し、保護貿易主義の問題はより構造的なものだ。米中の貿易摩擦が終結することが当面望めない以上、中国のみではなく輸出依存度の高い新興国にも中長期的な悪影響が及ぶこ

とは避けられないだろう。新興国の経済成長率がさほど高まらないのであれば、これは新興国株式市場にとっては重石となる。

こうした中、中国は輸出や資本流入の減少による国内経済への悪影響を景気刺激策で緩和する方向だ。通貨の切り下げは、米国との交渉を一層困難にするうえ、資本流出リスクも高めるため、政策の最初の選択肢ではないだろう。2019年前半は、これまでの駆け込み輸出の反動といった景気減速要因と、景気刺激策の効果といったこれを相殺する要因が交錯する。現段階では大規模な財政出動は見込めないが、財政拡大が想定以上のものになる可能性は注意しておく必要がある。

新興国の中では、中国需要や製造業への依存度の相対的に低い国が投資先としての魅力度は高い。米国の利上げ停止が新興国のセンチメントの改善をもたらすとしても、国の選別は引き続き重要だろう。

2019年のポイント

- 世界景気は下降局面にある
- 利上げは停止されるだろうが、金融緩和は当面期待薄
- 米国が利上げを停止すれば、新興国市場に追い風
- 流動性の引き締めりで、リスクプレミアムの上昇は続く
- 金融市場のボラティリティは高止まり
- 政治・政策による構造的な不確実性は高い
- 2019年は、国・資産別の選別が一層重要な局面になる

グローバル環境

世界貿易を巡る不確実性が徐々に市場・経済の下押し要因に

2019年は世界景気減速の下で、世界的金融引き締め終了へ

2018年は、世界景気の跛行色が強まった。中国や欧州を中心に世界景気が減速する一方で、大規模な財政刺激策に支えられた米国景気は好調を続けた。2019年は米国景気も徐々に減速に向かい、米国一人勝ちの状況は終わるだろう。今後、米国ではトランプ大統領の掲げる追加減税などの財政措置は実行困難になる。設備投資は既に鈍化の兆しを見せ始めており、既に実行されている財政措置の効果も徐々に剥落する。中国は、2018年後半に金融・財政緩和策を打ち出した。しかし、その規模や有効性は従来の景気刺激策に比して限定的と見られ、景気的大幅改善は見込みにくい。世界景気は底堅さを維持するものの、その勢いは鈍いものとなるだろう。

世界景気が力強さを欠く中では、インフレ圧力も徐々に後退するだろう。当面は、先進国では雇用環境の引き締めまりが、新興国ではこれまでの通貨安がインフレ要因となるが、イ

ンフレ率の継続的上昇は見込みにくい。

昨年後半に進んだ世界的な金融政策引き締めの流れは転換に向かうだろう。米国は、長短金利差縮小が景気後退リスクとして意識される中で雇用環境改善ペースが鈍化し始めれば、利上げを停止するだろう。米国の長期金利は低位に留まり、景況感・金融政策格差によって生じた米ドル高も反転に向かうだろう。これまで通貨防衛のために利上げを余儀なくされてきた一部新興国には、徐々に金融緩和余地が生じる。ユーロ圏や日本も、米国の利上げ姿勢が後退する中では一層の金融政策正常化は困難になる。世界的な利上げが終了すれば、世界成長率の目立った低下は当面は回避されるだろう。しかし、日米欧全体でみた量的緩和の巻き戻しは当面続く。2019年は、日米欧中央銀行全体の純資産買い入れはマイナスとなると見られるため、金融市場でのリスクプレミアムの上昇は続くだろう。

政治・政策を巡る不確実性はより広範囲に広がる

世界経済を巡る政治・政策の不確実性は一層高まっている。米中貿易摩擦に加えて、英国の欧州連合（EU）離脱問題、欧州各国での政治リスクの高まりや一部新興国でのポピュリスト的政権の誕生などだ。2019年はこうした政策不確実性が世界景気や金融市場の重石になるだろう。

米中の貿易摩擦は、関税引き上げの応酬に留まらず、一部企業の市場からの締め出しにまで発展している。近い将来に米中が抜本的な合意に至る可能性は低いだろう。関税引き上げ前の駆け込み輸出もあると見られ、世界貿易量の目立った減少は未だ見られていない。しかし、今後追加的な関税引き上げに伴って世界貿易量は減少に転じるだろう。これは中国のみならず、新興国も含めた世界の景気下押し要因になるだろう。

政治を巡る不確実性も高い。中間選挙を終え

た米国では、トランプ大統領の政策実行力が一部弱まる懸念される。欧州では、英国のEU離脱を巡る交渉、イタリアの財政拡張懸念、フランスでの相次ぐデモなど、EUが掲げてきた政策枠組みに対する反発が高まっている。新興国でも、メキシコやブラジルなどで既存の政党とは異なる政権が誕生している。

こうした中、万が一、貿易摩擦などの影響により世界景気が想定以上に悪化した場合などに、迅速に政策対応が採られるか否かは不確実だ。政府による政策的な景気下支えが迅速になされない、もしくは各国間での政策協調が困難をきたす可能性がある。日欧の金融政策正常化はまだ道半ばで、世界的に金融緩和の余地は大きくない。政治・政策を巡る不確実性が、世界景気を実態以上に悪化させる可能性はあるだろう。

グローバル環境チャート

図1：世界の実質GDP成長率見通し

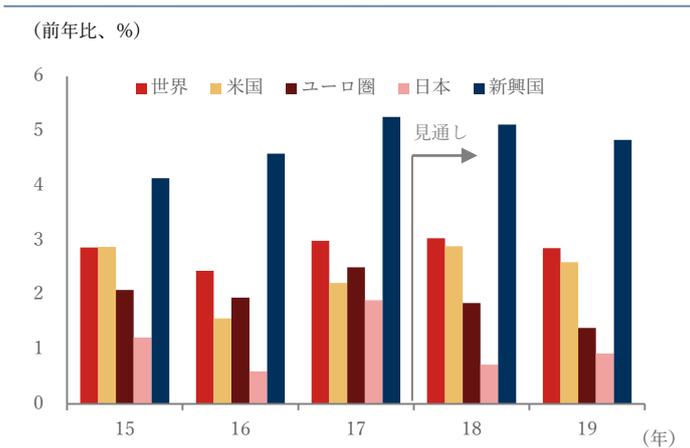


図2：先進国・新興国のインフレ率の推移



図3：各国・地域の構造的財政基礎収支の変化

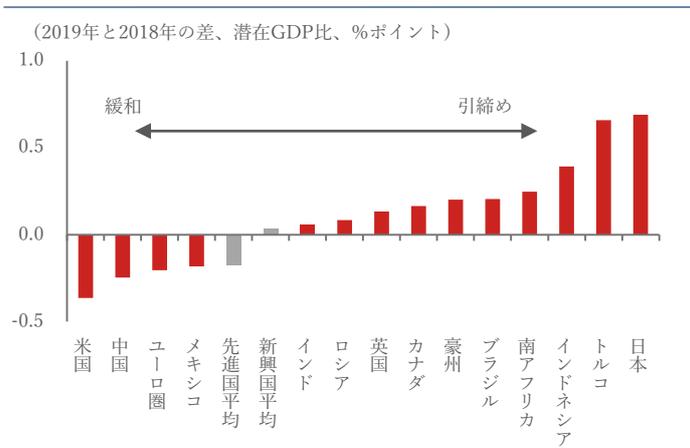


図4：世界貿易の推移



図5：世界の購買担当者指数 (PMI) の推移

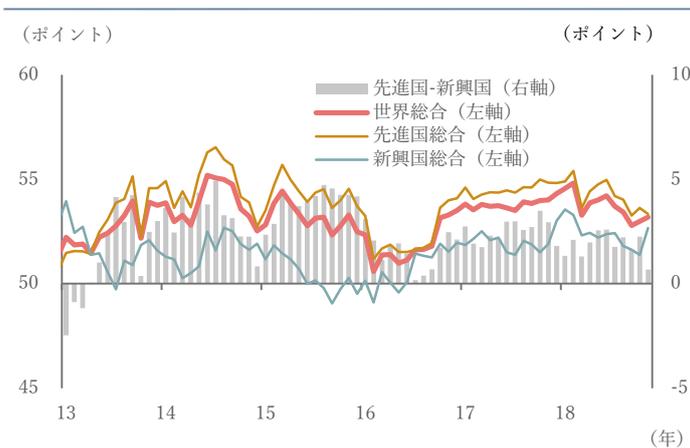
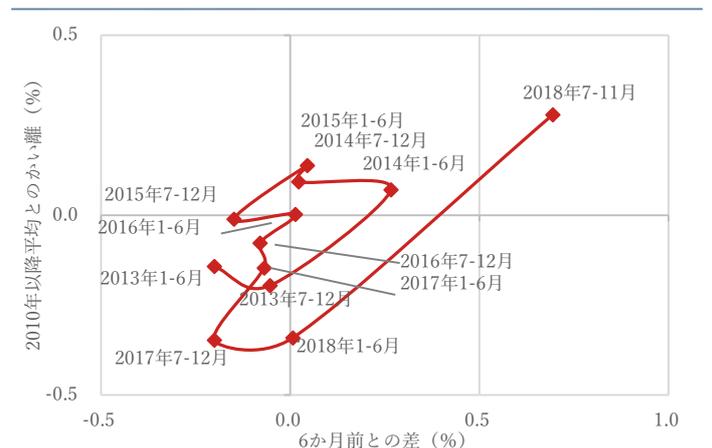


図6：主要国の金融政策サイクル



景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

景気停滞局面が続く世界景気

世界景気は景気停滞局面にある。経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLI）で見た世界景気循環は、2017年末をピークに弱まり、2018年に入ってから景気拡大局面から減速、そして停滞局面まで移ってきた。

今回の景気循環は、2015年の状況と類似している。しかし、今回の景気の落ち込みは2015年当時よりも悪化が目立つ。この背景としては、2つの点が考えられるだろう。1点目は、欧州地域の景気の減速が著しく早かったことだ。英国やフランス、イタリアなど欧州の主要国の景気は、年初から急に減速し、これが他国にも影響を及ぼした。2点目の相違点は、景気減速・停滞局面に位置する国・地域が広範囲になっていることだ。現在、景気拡大局面にある国はインドなど僅かな国に限られ、先進国はいずれも減速・停滞局面に位置している。

循環的にはリスク資産反発だが

循環的には、金融市場では今後リスク資産が優位になっていく可能性が示唆される。通常、景気停滞局面からの回復期間は半年程度だ。これに基づけば、2019年は景気は改善に向かいやすい時期といえる。

しかし、過去に景気停滞局面でリスク資産が反発した時は、財政出動や金融緩和などの政策面での下支えがきっかけとなることが多かった。今回は、米国での財政刺激策や日本での大規模金融緩和継続など、景気刺激策は既に実施されている。その分、今後の政策手段が限られ、景気停滞局面からの脱却が進みにくくなるリスクがある。

図1：OECDの世界景気先行指数（CLI）

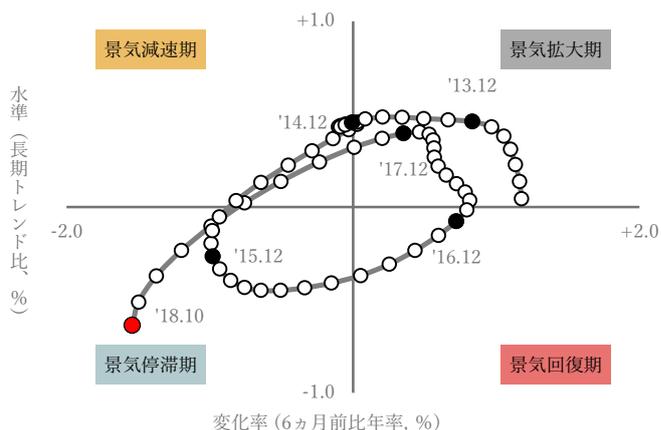


図2：各国の景気循環上の位置

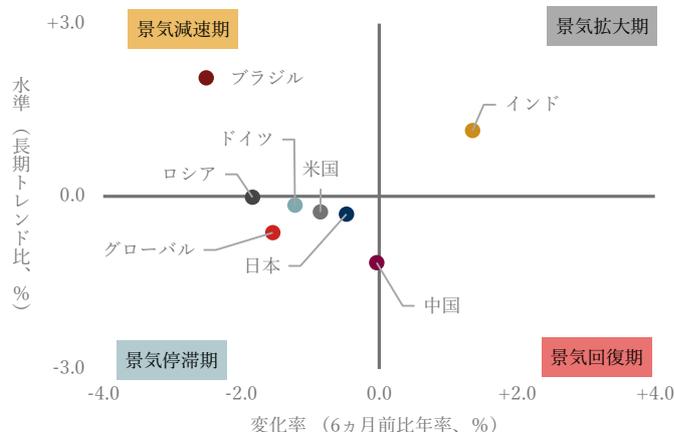


図3：定量的に算出した資産別魅力度

	3ヵ月前	直近	魅力度		
			低	中立	高
株式					
米					
欧					
日					
新興国(米ドル)					
債券					
米10年債					
独10年債					
日10年債					
新興国債(米ドル)					
通貨					
米ドル					
ユーロ(対米ドル)					
日本円(対米ドル)					
新興国通貨(対米ドル)					
原油					

Box1: 2018年の景気循環と資産価格の点検

金融市場の各資産価格の変動は、長期で見ると景気循環と連動する傾向が高い。そのため、景気循環上の位置から資産価格の変動の示唆を得ることは有効だろう。

経済協力開発機構（OECD）の世界景気先行指数を基にした世界景気循環は、2017年末にピークを付けた後に低下に転じ、2018年を通じて減速局面を通過し、足元では停滞局面へ移行した。景気減速局面における金融市場の特徴的な傾向としては、リスク資産のリターンは得られにくい一方で、先進国国債などリスク回避型資産のリターンは上昇しやすいことがある。また、為替市場では、米ドルが他の主要通貨に対して上昇しやすく、世界景気と連動性の高いユーロなどは低下しやすい傾向がある。

実際に、2018年の年間を通じた株式や債券、為替の動向は、一般的な景気減速局面の特徴と概ね近い推移となった。しかし、期中の動きをより詳細に見ると、一般的な傾向とは大きくかけ離れた時期もあった。具体的には、10月まで続いた米国株価の上昇、および米国債券利回りの上昇だ。すなわち、一般的傾向として景気循環から予見され得た米国株価のリターンの低下や米国債券利回りの低下は2018年後半まで観察されなかったということだ。これらの動向と要因を整理していこう。

通常、株式市場では、景気の先行き不透明感が強まると、先にバリュエーションの低下が進み、それに遅れる形で企業業績も弱まっていく傾向がある。実際に、

2018年の世界の株式市場ではこうした動きが見られた。しかし、米国株式市場は、ハイテク株などの大型株の好調な業績や、法人税減税の実施が米国全体の企業業績を牽引してきたため、10月まで世界市場の動きとは異なる推移を続けた。

米国債券利回りの上昇も、通常景気減速局面には生じないものだ。今回の景気減速局面が過去の同局面と異なる点を、マクロ経済指標に注目して定量的に推計すると、2点が大きく異なるとの結果が得られる。財政支出（対GDP比）の拡大と堅調な生産だ。景気減速局面にも関わらず債券利回りが上昇したのは、これらの要因によるものだろう。

米国における財政支出の拡大と堅調な生産は、同国の株式・債券市場が通常の景気サイクルと異なる動きをした共通の要因だ。通常、大幅な財政出動による景気浮揚策は景気の停滞局面に実施され、結果として景気を改善に向かわせる。しかし、今回は、景気が堅調であった2017年末に財政拡張策が実施された。この結果、米国の景気循環とこれに影響を受ける金融市場は、過去に類似しない動きを見せたといえるだろう。

しかし、2018年11月の米中間選挙を境に、米国の株式・債券市場も、過去の景気減速局面に近い動きをするように変わってきた。金融市場が政策要因により景気循環の動きと乖離したとしても、これは短期的に留まり、金融市場の動きはいずれ景気動向に見合ったものに収束していくということがいえるだろう。

図1：景気循環の概念図と資産別の魅力的な局面

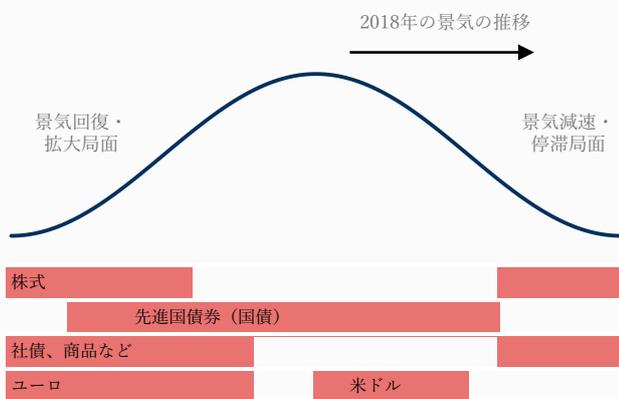
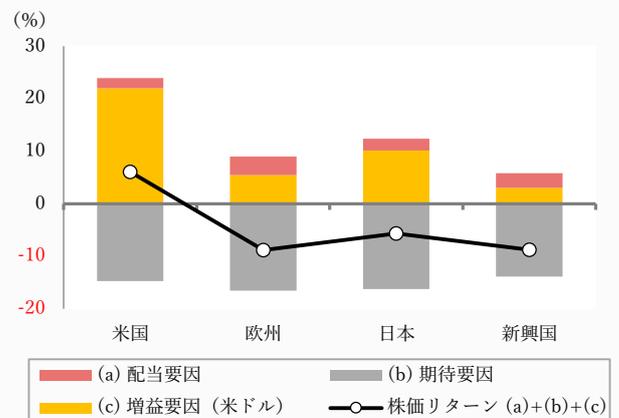


図2：景気ピーク後1年間の株価の変化と要因



リスク要因

ダウンサイドリスクが高まる一方で、持続的景気拡大の可能性は低下

高まる政治・政策の不確実性

先行き6か月から1年程度の間の主要想定に対する主なリスクシナリオとしては、以下のものが挙げられる。

- ① 貿易摩擦の激化：米中貿易摩擦が激化し、世界貿易が急激に減少することで世界景気が悪化する。企業の投資も急減し、これによって世界貿易は更に縮小する。成長期待の剥落で金利は低下するが、企業業績の悪化によって株式市場は世界的に調整を余儀なくされる。金融市場のリスク回避でリスク資産全般に調整が及ぶ。
- ② 米国の利上げ継続：雇用環境が堅調に推移する中で、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げが続く。米長期金利は再び上昇し、米ドルも高値を維持することで、一部新興国も追加利上げを余儀なくされる。世界的に金融環境が引き締まり、世界景気はさらに悪化する。株価は、先進国、新興国ともに下落。
- ③ 中国の大規模景気刺激：中国で想定以上の景気刺激策が発動されることで、中国景気が急回復。欧州やアジアでも、対中輸出の回復が国内需要の改善に繋がる。世界的な金利上昇圧力は限定的。世界景気が減速から回復に向かい始めることで、新興国を中心に株価は上昇に転じる。
- ④ クレジットイベント発生：先進国中央銀行のバランスシート縮小が続く中で、債券市場の需給は悪化する。電子取引やクオンツ運用などの増加を背景に、これまでにない流動性の急激な枯渇が生じ、リスク資産は全般に大きく調整を余儀なくされる。政策対応余地が限られる中、その発動には時間がかかり、これが金融市場の混乱に拍車をかける。

図1：主要想定に対するリスクシナリオ

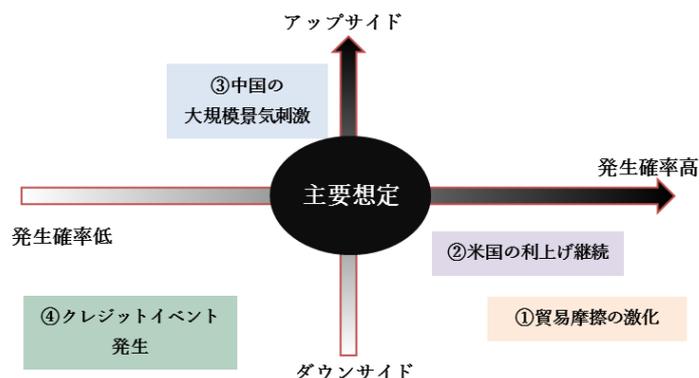


図2：米国の通商政策に関する先行き不確実性

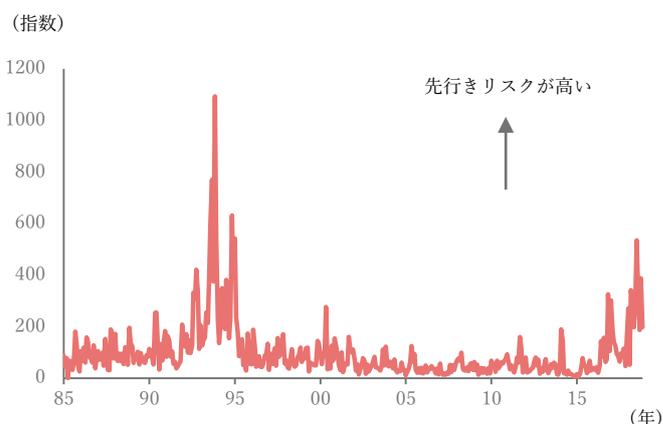
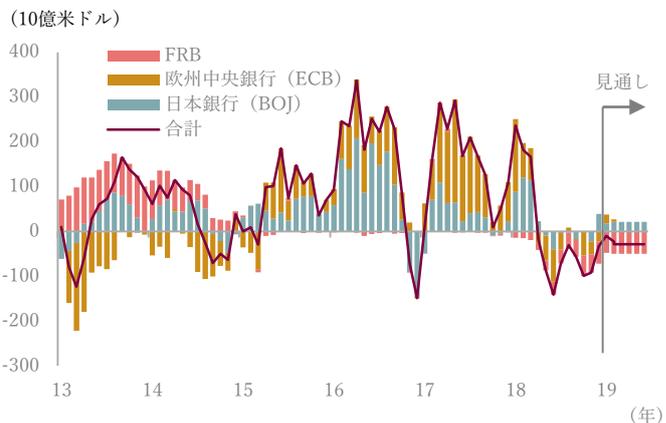


図3：日米欧3中銀のバランスシートの変化



2019年の世界の政治・金融政策決定会合日程

	米国	欧州	日本	その他
1月	29-30日：FOMC 中旬以降：日本、EUと貿易交渉が可能に →注目点1	24日：ECB理事会	22-23日：金融政策決定会合	
2月				24日：タイ総選挙
3月	1日：債務上限適用停止期限 →注目点2 19-20日：FOMC	7日：ECB理事会 21-22日：EU首脳会議 29日：英国のEU離脱 →注目点5	14-15日：金融政策決定会合	
4月	月中：財務省半期為替報告書公表 →注目点3	10日：ECB理事会 14日：フィンランド総選挙	24-25日：金融政策決定会合 月中：統一地方選挙	17日：インドネシア大統領・議会選挙
5月	4月30日-5月1日：FOMC	23-26日：欧州議会選挙 →注目点6 26日：ベルギー総選挙 31日：ECB・プラート理事任期満了	1日：改元	4-5月頃：インド総選挙
6月	4-5日：シカゴ連銀リサーチカンファレンス →注目点4 18-19日：FOMC	6日：ECB理事会 20-21日：EU首脳会議	19-20日：金融政策決定会合	28-29日：G20首脳会議
7月	30-31日：FOMC	25日：ECB理事会	29-30日：金融政策決定会合 月中？：参議院選挙	
8月				
9月	17-18日：FOMC	12日：ECB理事会	18-19日：金融政策決定会合	
10月	29-30日：FOMC 月中：財務省半期為替報告書公表	17-18日：EU首脳会議 24日：ECB理事会 31日：ECBドラギ総裁任期満了 →注目点7	1日：消費税率引き上げ予定 →注目点8 30-31日：金融政策決定会合	
11月				
12月	10-11日：FOMC	12日：ECB理事会 12-13日：EU首脳会議 31日：ECB・クレー理事任期満了	18-19日：金融政策決定会合	月中？：中国中央経済工作会議

Box2: 2019年の政治・金融政策における注目点

注目点1：米国が欧州連合（EU）、日本と貿易交渉開始

2018年10月、米通商代表部（USTR）がEU、日本それぞれと貿易交渉を開始する意思を議会に通達した。これにより2019年1月中旬以降の交渉開始が可能となった。米国と日本との交渉は自動車、農業分野が中心になる見込みだ。9月の日米首脳会談における共同声明に基づけば、交渉期間中は米国が自動車輸入関税引き上げを発動する可能性は低い。日本側での農業分野における譲歩は環太平洋パートナーシップ（TPP）協定並みまでと考えられる。一方、米国が貿易交渉の雛型と考えている米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）からは、米国が自動車の輸入数量制限や為替条項の導入といったことを焦点とする可能性がある。これら交渉は金融市場の変動要因になり得よう。

注目点2：米国の債務上限問題

米国では政府債務の法定上限が設定されている。このため、債務が上限に到達すると議会承認を経て上限引き上げを行う必要がある。現在は、2018年2月に合意された措置によって法定上限は一時的に適用停止となっているが、この措置は2019年3月に失効する。上限引き上げ、あるいは前回同様の適用停止といった措置が再び採られないと、米国債の債務不履行リスクが高まる。「ねじれ議会」の下で協議が難航する可能性もある。

注目点3：米国の財務省半期為替報告

2018年10月の為替報告書では為替操作国に認定された国はなかったものの、ムニューシン財務長官は為替操作国の定義方法を変更する可能性を否定していない。中国などを念頭に、為替操作国に認定しやすい基準に変更することで通商交渉を米国優位に進めようとする可能性もあろう。

注目点4：米国の金融政策運営、再検討へ

2018年11月、米連邦準備制度理事会（FRB）は金融政策手段や情報発信等に関して再検討を行うと発表した。これに関連して幅広く意見を収集するため、2019年6月にシカゴ連銀で会合を行う予定である。今のところ、具体的な検討課題が明らかになっている訳ではないが、米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の政策金利見直し、いわゆるドット・チャートの公表方法等の見直しなどが考えられる。

注目点5：英国のEU離脱

2016年6月に英国で行われたEU離脱を問う国民投票結果を受け、2019年3月29日に英国はEUから離脱する予定である。2018年11月半ばには英国とEUが離脱協定案に合意したものの、この協定案に対して英国内では反対する声も大きく、国内での承認が難航している。

注目点6：欧州議会選挙

欧州議会選挙において、EUの統合深化に懐疑的な政党が躍進するかが注目点だろう。欧州議会は、EUの行政執行機関である欧州委員会の委員長を任命する際に影響力を有しているためだ。欧州議会選挙の結果は、各国首脳からなる欧州理事会が欧州委員会の委員長候補を指名する際に考慮対象となる。また、欧州議会は、この人事の承認・否認権限も有している。

注目点7：欧州中央銀行（ECB）ドラギ総裁任期満了

ECBのドラギ総裁は、2019年10月末で8年間の任期満了を迎える。ドラギ総裁は、欧州債務危機の最中に「できることは何でもやる」と述べ、国債買い入れ策（OMT）を導入するなど、緩和的な金融政策を主導してきた。フィンランド中銀のリーカネン前総裁などが後任候補として取り沙汰されているが、後任総裁はドラギ総裁対比ではタカ派的と見做されやすい。2019年はECBが金融政策正常化を進められるか、という点と共に、ECB総裁の後任を巡る動向にも注意しておきたい。

注目点8：日本の消費増税

2019年10月から消費税率が8%から10%に引き上げられる。過去の消費税率の引き上げの際には、その前後で駆け込み需要と反動減が生じ、その後は実質所得減少に伴って内需が低迷した。今回は、増税の悪影響を緩和すべく、幼児教育無償化、軽減税率の導入が予定されている。過去の増税時よりも家計の負担は小さくなる見込みである。年金生活者支援給付金の支給、低所得者・子育て世帯向けプレミアム商品券、自動車・住宅購入に対する税制上の対応、マイナンバーカードを利用したプレミアムポイントなどの一時的措置も併せて検討されている。増税後の内需の落ち込みを軽減できるか注目される。

米国

緩やかな成長鈍化が見込まれる中、金融政策は慎重さを増すと予想

FRBは漸進的利上げから柔軟なアプローチへ

米国経済は、2018年7-9月期に前期比年率+3.5%と力強い成長を維持したが、この先は緩やかに減速に向かうだろう。雇用・所得環境は良好であり、金融市場の調整が逆資産効果となって消費センチメントを悪化させることがなければ、個人消費は底堅さを維持しよう。一方で、通商政策の不確実性や世界経済の減速感などを背景に、企業が設備投資に慎重になる可能性は高まっている。また、2018年11月の中間選挙の結果、トランプ大統領が属する共和党が下院多数派を失ったことで、大統領が言及していた中間所得層向け減税といった追加的な財政措置が採られる可能性は低下した。2019年にはこれまでの減税・歳出拡大などによる景気押し上げ効果が剥落し始めるだろう。2019年の米国経済は緩やかに減速すると考えられる。

こうした中、米連邦準備制度理事会（FRB）は追加的な利上げに慎重になり始めるだろう。FRBがこれまで同様に四半期毎に0.25%ポイントの利上げを続けると、政策金利は2019年中央には経済に対して緩和的でも引き締めのでもない水準、すなわち中立金利に到達する。

政治リスクと通商政策不確実性の高まりに注意

2018年11月の中間選挙結果を受け、2019年以降の米議会は上下両院で多数派が異なる「ねじれ議会」となる。政治リスクと通商政策不確実性は共に高まるだろう。2019年3月には再び政府債務上限の引き上げが必要となるが、両党合意の遅れは債務不履行リスクを高める。また、下院多数派を民主党が奪取したことで、トランプ大統領の弾劾手続きを進める可能性も残る。さらに、米国議会に停滞感が生じれば、トランプ大統領はその権限の範囲内で行える措置、即ち通商政策に一層傾斜していくことも考えられる。2018年12月の米中首脳会談では、2019年初から予定していた中国の対米輸出に対する関税引き上げの延期等が合意されたが、米国側は交渉期限を90日と区切っており、根本的な解決からはほど遠い状況だ。

2018年秋までは、FRB当局者が中立金利を上回る水準まで利上げを進める可能性を示唆してきた。しかし、10月以降の金融市場の調整や国外経済の減速感の高まりなどを経て、FRBは漸進的な利上げからよりデータを重視した柔軟なアプローチにシフトしている。

データを重視したアプローチの下での利上げ休止の根拠としては、非農業部門雇用者数や失業率が最も注目されるだろう。過去の利上げ局面下での利上げ停止前後では、これらが悪化した傾向があるためだ。現段階では、雇用統計やISM景況感・雇用指数などの労働市場の「量的データ」が急速かつ持続的に悪化することは見込まれない。しかし、これらは経済成長ペースの鈍化に遅行する形で改善が止まってくる可能性がある。加えて、景気後退に先行するという経験則がある長短金利差の逆転（逆イールド）が早晚生じるということに対する警戒感も残る。2019年半ば頃に経済・金融市場の過熱感が高まっていないのであれば、FRBは中立金利を超える金融引き締めにも慎重になる可能性が高いだろう。

米国経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	1.6	2.2	2.9	2.6
個人消費	2.7	2.5	2.7	2.7
住宅投資	6.5	3.3	-0.1	0.4
設備投資	0.5	5.3	6.8	2.9
政府支出	1.4	-0.1	1.6	2.1
純輸出（寄与度）	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6
消費者物価	1.3	2.1	2.5	1.9
同コア	2.2	1.8	2.2	2.2
経常収支（GDP比）	-2.3	-2.3	-2.4	-2.6
失業率	4.9	4.4	3.9	3.7
FF誘導目標上限	0.75	1.50	2.50	2.75

* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

米国チャート

図1：実質GDP成長率と企業景況感

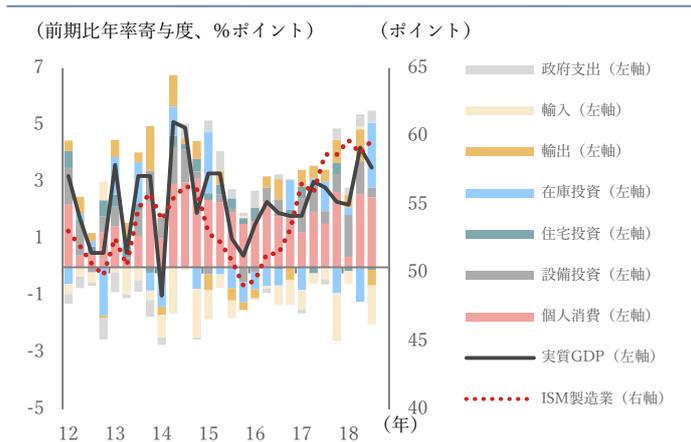


図2：パートタイマー比率と賃金上昇率

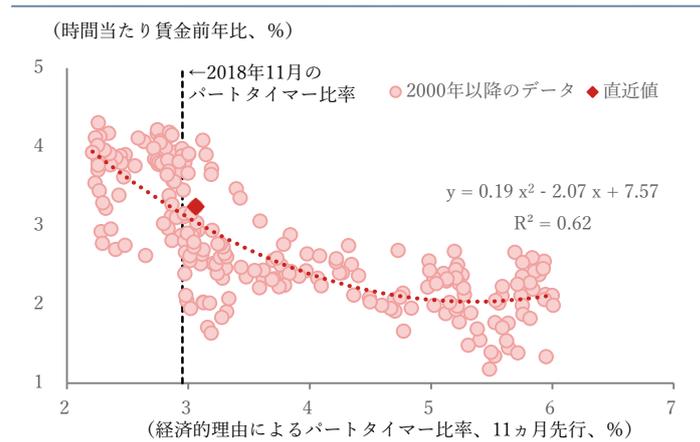


図3：インフレ率とISM価格指数

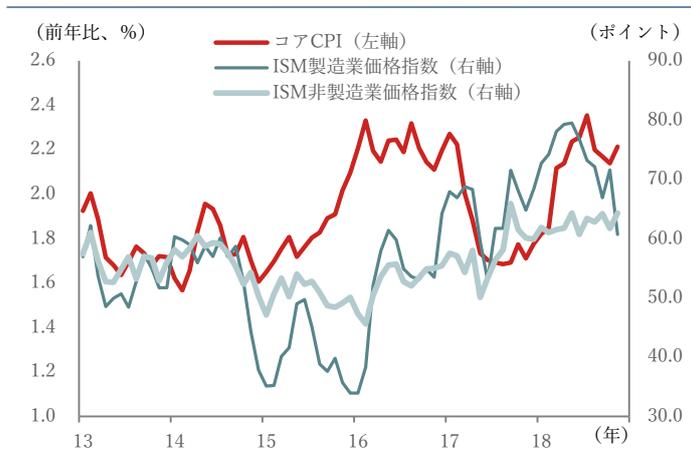


図4：利上げ局面終了前後の非農業部門雇用者数

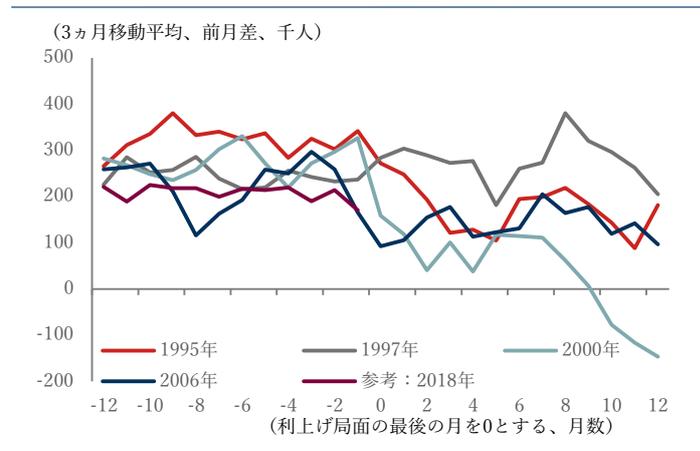
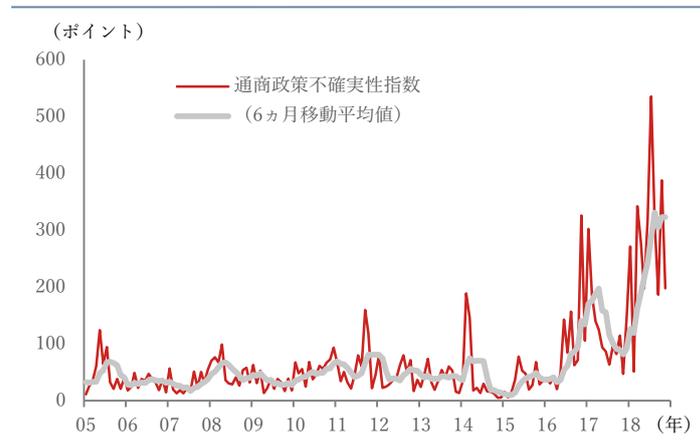


図5：長短金利差と株価



図6：通商政策不確実性指数



Box3: 米国経済における不均衡の蓄積と景気後退リスク

2018年11月以降、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ休止時期が近づいていることを示唆するような当局のコミュニケーションが増えている。11月の米連邦公開市場委員会（FOMC）議事録では「今後数回の会合で、さらなる漸進的な利上げという表現を、データをもとに政策見直しを見直すという表現に変えた方が適切になるかもしれないと多くのFOMC参加者が考えている」ことが示された。

その一方で、現在のところ、近い将来における景気後退は見通されていない。米国の地区連銀やシンクタンク、金融機関らが算出する景気後退確率は足元でやや高まってきているものの、その水準が過去と比べて十分に高いとはいえない。減税策に代表されるトランプ政権の拡張的な財政政策などにも支えられ、米国経済は息の長い景気拡大を続けている。全米経済研究所（NBER）の定義によれば、今回の米国の景気拡大は戦後2番目の長さとなっており、2019年7月まで続けば戦後最長となる。

では、FRBの利上げペースの鈍化や休止で、米国景気拡大がさらに長期化すると考えるべきだろうか。景気失速にはいくつか経験則があるが、その一つは企業部門に着目して、総資産利益率（ROA）低下と支払利子率上昇がともに生じた後に景気が後退するというものだ。これは設備投資動向と関連付けて考えればわかりやすい。設備投資が米国の経済に占める割合は15%程度に過ぎない。しかし、この70%を占める個人消費が景気の良し悪しに対して安定的であるのに対して、設備投資の変動は非常に大きく、結果的に経済全体の方

向を決める。この設備投資動向を左右するのは、投資から得られる収益率であるROAから資金調達コスト、すなわち足元の社債利回りを差し引いた超過収益率となる。つまり、儲かるから投資をするわけだ。

米国の景気拡大は10年目に入り、企業のROAは低下が進んでいる。高い収益が期待できる事業はすでに開発が進み、めぼしい新規投資事業はあまり残っていない。これに対して、失業率の低下に伴い労働コストは上昇しているためだ。一方、支払利子率の上昇は生じていない。非金融企業部門の社債、商業手形、ローン残高を純利払い費で除して求めた企業の支払利子率は、FRBの利上げに伴う市中金利の上昇にも関わらず、2018年7-9月期まで低下を続けている。景気後退に向かう経験則の条件はまだ満たされていない。

市中金利上昇にも関わらず支払利子率が低下してきた背景は、これが償還に伴う借り換えで市中金利上昇の影響が反映されるには時間を要すること、企業が金利先高期待の下で借り入れの長期化を図ってきたことが指摘できる。

しかし、社債利回りは、11月のFRBの利上げ休止示唆以降の米国債利回りの低下にもかかわらず、クレジットスプレッドの拡大を受けて上昇している。社債償還額も今後大きく増える見込みだ。今後、企業は過去に調達した金利より高い水準で借り換えを余儀なくされることが想定されるため、不可避的に支払利子率は上昇基調に転じよう。

図1：米非金融法人企業の収益率と支払利子率

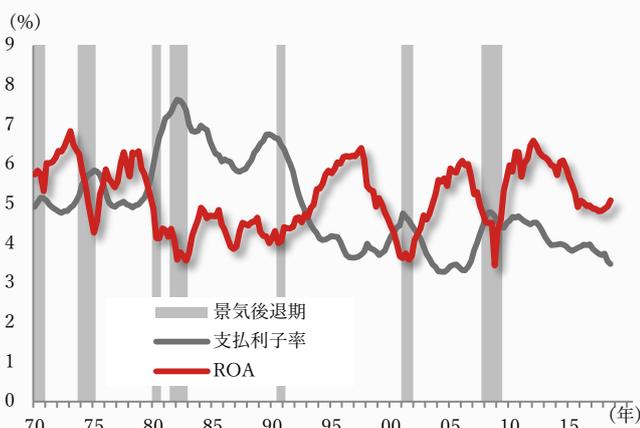


図2：米非金融法人企業の超過収益率と設備投資



実際、ROAが7-9月期の統計から横ばいで推移したとやや楽観的に仮定し、実績の社債利回りを差し引くと、超過収益率は2018年末まで低下に転じたとみられる。これは今後設備投資が減速に向かうはずだという予想に結び付く。実際、設備投資の先行指標とされるコア資本財受注は既に減速し始めている。

米国経済に潜在的な不均衡が蓄積されている兆候も見られている。米国経済の好調を背景に、株価をはじめとする資産価格が継続的に上昇し、これに伴って企業債務や設備投資が拡大し、これらが再び株価を押し上げる、いわゆる「正のフィードバック・ループ」が起こってきたように見受けられるのだ。こうした観点からは、景気拡大が続いた中で企業債務と設備投資がともに拡大する状況が続いてきた点に注意が必要だ。過去も米国の景気後退の前には同様の傾向があったためだ。経済指標などから算出される景気後退確率がさほど高まっていないとはいえ、足元の両者の水準からは先行きの景気後退に備えておく必要はあるだろう。

今後米国の景気後退リスクを考えるにあたっては、上述のフィードバック・ループを逆方向に作用させるような資産価格の下落があるかが鍵を握る。すなわち、資産価格の下落が、米国の先行き景気後退リスクを急激に押し上げる可能性だ。社債利回りの上昇によって生じ始めた超過収益率低下は、設備投資の減速を通じて景気を減速させる可能性をはらむ。景気の減速は、さらにクレジットスプレッド拡大や社債利回りの上昇

に繋がる。さらに注意が必要なのは、これまでの低金利環境の下で、企業は社債発行を増やし、その資金の多くを自社株の買戻しに回していたという点だ。景気減速と社債利回り上昇の悪循環が生じると、それは社債発行を基にした株価下支えというメカニズムも阻害しやすい。

フィードバック・ループの逆方向への作用は、一旦起動すると国債利回りが低下していても相乗的に進みやすい。今後、FRBの利上げ休止が明らかになったとしても、景気減速に向けた流れは既に起動してしまった可能性が高い。万が一、FRBによる利上げ継続や更なる株価の下落、リスクプレミアムの上昇などが生じれば、この流れは加速する可能性もある。

図3：米非金融法人企業債務と設備投資の推移

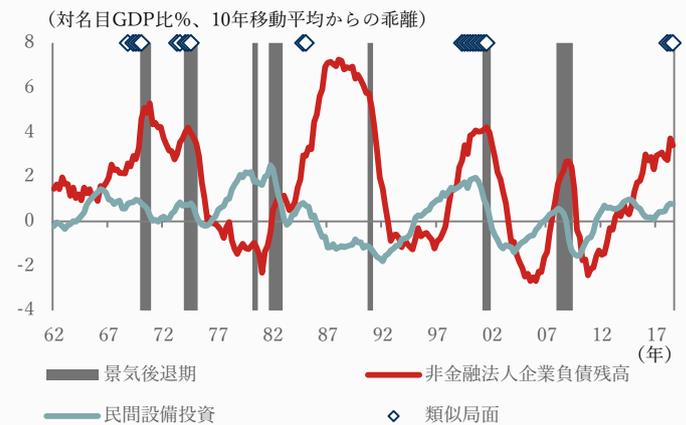


図5：米非金融法人企業株式時価総額の推移

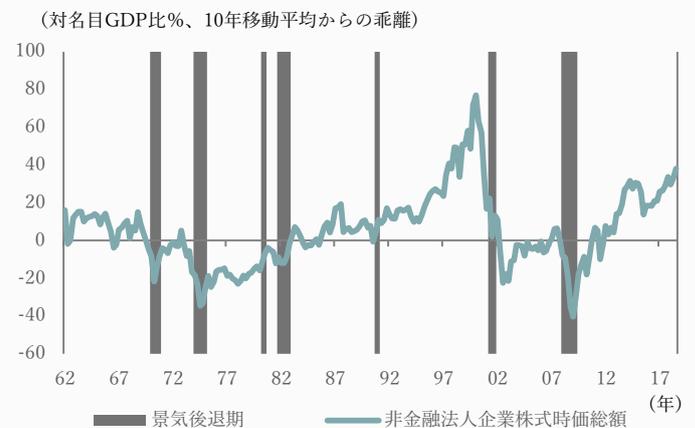
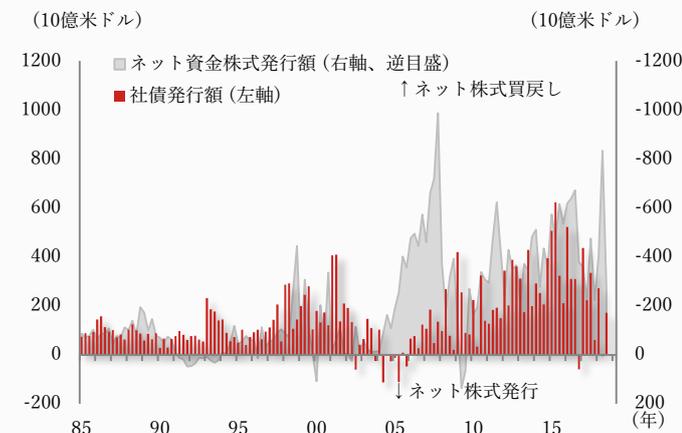


図4：米非金融法人企業の社債と株式発行



ユーロ圏

政治の不透明感がさらに高まる中、景気減速基調が継続

景気の減速感が強まる中、ECBの政策正常化は先送りされる公算

ユーロ圏経済は2018年初以降減速基調を強めている。2017年に成長を支えてきた輸出の急減速に加えて、域内外での政治リスクの高まりや、原油価格の上昇に伴う実質所得の下押し圧力などが主な背景とみられる。

2018年後半の景気減速の一部は、新規制の導入に伴う自動車セクターへの影響など一時的要因に起因している。一方で、貿易摩擦の激化に伴う世界的な貿易活動の停滞や、予算案を巡り欧州連合（EU）との対決姿勢を強めるイタリアの景況感悪化などは今後も重石になると考えられ、ユーロ圏の景気減速基調は2019年も継続することが見込まれる。

インフレ率は緩やかに上昇へ向かうだろう。ユーロ圏の消費者物価コアインフレ率は、前年比1%前後と力強さに欠ける推移を長らく続けている。しかし、賃金は力強いペースで上昇を続けており、これがインフレ率を押し上げる方向へ働くと予想される。

引き続き政治リスクが重石に

EUからの離脱期限が3月末に迫る英国では、無秩序な離脱を回避するために必要な議会承認が難航を続けている。財政収支を大幅に悪化させる予算案を提出したイタリア政府は、足元でEUとの対決姿勢をやや軟化させているものの、同国の国債スプレッドは高止まりしており、市場の疑念は依然として燻っている状況だ。新たにフランスでも、政府の燃料税引き上げに反対する抗議デモの過激化をきっかけに政治リスクが大きく高まっており、政治の不確実性は、当面の間ユーロ圏経済の重石となり続けるだろう。

特に、英国がEUからの無秩序な離脱を余儀なくされる場合には、英国のみならずユーロ圏の成長率をも大きく押し下げることが想定されるため、今後の動向に引き続き注視が必要だ。

欧州中央銀行（ECB）は、2018年12月の理事会において資産買入プログラム（APP）の純資産買入を予定通り終了することを決定するなど、異例な金融緩和策からの正常化を徐々に進めてきた。しかしながら、域内景気および物価見通し、米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ休止の可能性などを踏まえれば、「少なくとも2019年夏まで」現状の低水準を維持するとしている政策金利の引き上げは、2020年以降へ先送りされる公算が大きいだろう。

さらに、英国、イタリア、フランスなどにおける政治リスクが大きく深刻化する場合には、ECBの利上げ開始が一層後ずれすることが想定される。特に、銀行セクターにおける深刻な不良債権問題と政府債務問題を同時に抱えるイタリアは、ECBの緩和的金融政策への依存度が大きく、同国の動向はECBの政策正常化に大きく影響を与えるだろう。

ユーロ圏経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	1.9	2.5	1.8	1.4
個人消費	2.0	1.7	1.3	1.4
住宅・設備投資	4.0	2.9	3.1	2.7
政府消費	1.8	1.2	1.0	1.4
純輸出（寄与度）	-0.4	0.8	0.3	0.1
消費者物価	0.2	1.5	1.7	1.3
同コア	0.9	1.0	1.0	1.3
経常収支（GDP比）	3.2	3.1	3.0	3.0
失業率	10.0	9.1	8.2	7.8
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40

* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

ユーロ圏チャート

図1：ユーロ圏主要国の製造業景況感指数の推移



図2：実質交渉賃金と個人消費の推移

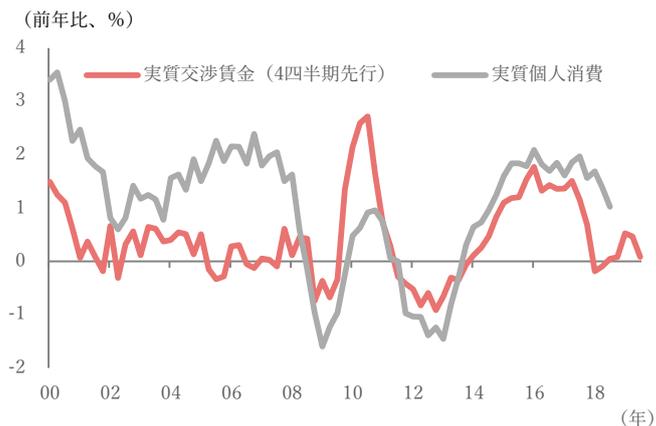


図3：輸出数量と輸出受注指数の推移



図4：雇用者あたり報酬の推移

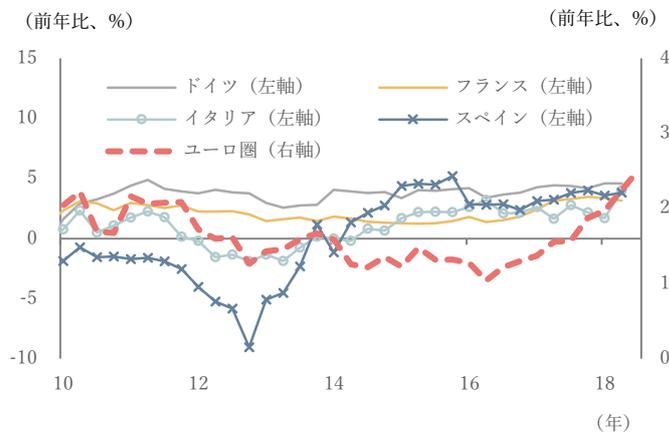
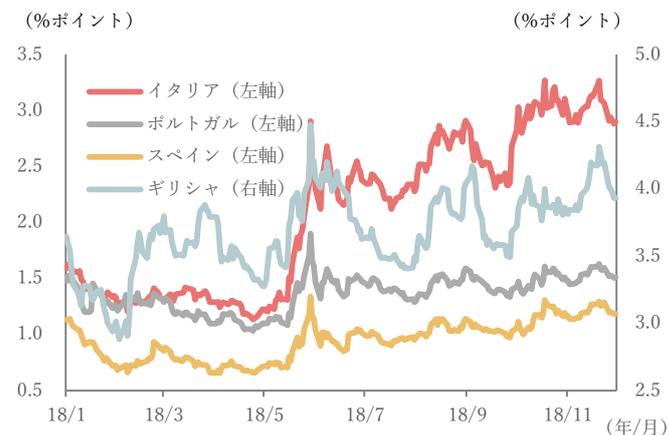


図5：コアHICPインフレ率推移



図6：南欧諸国10年国債の対独スプレッド



日本

2019年半ば以降、経済成長と物価の不確実性が高まる

消費増税前後の景気変動に不確実性、日銀の情報発信にも注意

2018年7-9月期の実質GDPは前期比年率▲2.5%となり、2四半期ぶりのマイナス成長を記録した。これは天候要因等の一時的要因も影響しており、マイナス成長が続くことはないだろう。ただし、2019年は世界景気が減速に向かうことに加えて貿易摩擦の悪影響もあり、輸出が鈍化し、これが設備投資の慎重化にも繋がるだろう。

2019年10月に予定される消費増税による景気変動は過去の増税時よりも小さくなる見込みだ。1997年度、2014年度の増税時と比べると純家計負担額は小さく、また消費を平準化する措置も検討されている。しかし、消費増税による景気への影響を過小評価すべきではないだろう。消費増税時の景況感が家計の支出行動に影響を及ぼすと見られ、個人消費の先行きに関しては不確実性が高い。

2018年後半の消費者物価インフレ率（除く生鮮）は前年比+1.0%前後で推移している。し

かし、消費増税の影響を除けば、2019年には政策的な要因によってインフレ率は大幅に低下するリスクがある。これがインフレ期待の低下に繋がれば、日本銀行の2%の物価安定目標達成は一層遠ざかる。

そうした中で、2019年内に日銀が金融正常化に向けて本格的に舵を切るのは難しい。日銀が追加的な政策「微修正」を行うことは可能だろうが、これも世界経済や米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策の見通し等を勘案すると2019年前半までに限られる。この時機を逃すと、2-3年に亘って「微修正」も困難になろう。金融緩和が長期化すると、累積的に金融仲介機能に対する副作用が蓄積する。日銀は、金融システムレポートや展望レポートで金融仲介機能への警戒度を高めている。その後も、日銀からは追加的な政策調整の可能性を残す情報発信がされており、2019年前半に更なる「微修正」が行われるか注意したい。

通商問題の負の影響が増幅されるリスク

米中貿易摩擦を中心に、通商問題に関する不確実性は依然として高い。日本の経済政策不確実性指数のうち、通商政策に対する不確実性指数は過去と比べて突出して上昇している。不確実性の高まりは、輸出入の駆け込み等を引き起こすことで、当面は世界貿易の実勢が見極めにくくなるだろうが、その後は世界貿易の鈍化が鮮明になるだろう。また、日本と米国は、物品貿易協定（TAG）交渉を開始する。その過程で要人発言等が金融市場で材料視される可能性もある。こうしたことを通じて、通商問題の実体経済への負の影響が予想以上に増幅されるリスクがある。

これに加えて、米国の利上げの先行きに対する金融市場の見方が変化すること等によって円高となる可能性がある。そうなれば、企業収益には悪影響となるため、企業が設備投資に慎重になるといった事態も起こり得る。

日本経済見通し

	2016	2017	2018 予測	2019 予測
実質GDP	0.6	1.9	0.7	0.9
個人消費	-0.1	1.1	0.4	1.0
住宅投資	5.9	2.1	-5.7	0.5
設備投資	-1.5	3.9	3.4	1.6
政府消費	1.4	0.3	0.6	0.9
政府投資	-0.3	0.7	-2.5	1.0
純輸出（寄与度）	0.6	0.6	0.0	-0.2
消費者物価（コア）	-0.3	0.5	0.9	0.9
経常収支（GDP比）	3.9	4.0	3.6	3.7
失業率	3.1	2.8	2.4	2.4
政策金利残高付利金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

* 単位はいずれも%。GDPおよび消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

日本チャート

図1：実質GDP成長率の推移

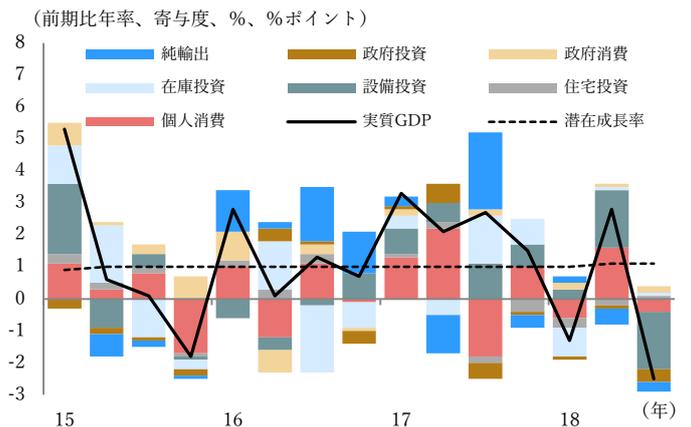


図2：日銀短観における設備投資計画（大企業）

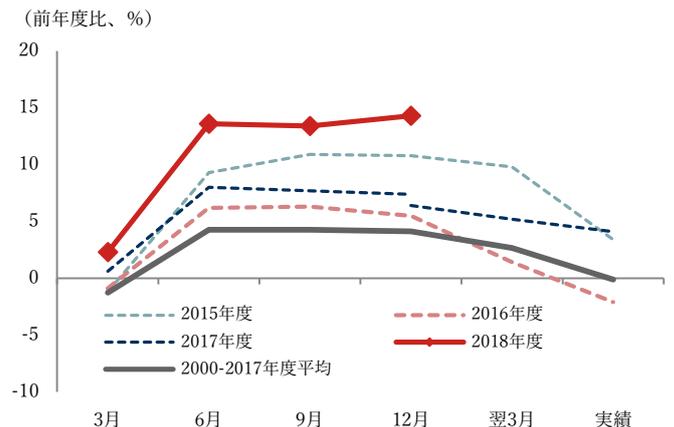


図3：グローバル景況感と輸出



図4：消費増税対策として検討されている事項

社会保障の充実	幼児教育無償化、年金生活者支援給付金の支給等
低所得者に対する支援策	軽減税率制度の実施 低所得者・子育て世帯向けプレミアム商品券
駆け込み・反動減の平準化、中小・小規模事業者等への支援	耐久消費財（自動車・住宅）の購入者に対する税制・予算措置 消費税率の引き上げに伴う柔軟な価格設定 中小小売業に関する消費者へのポイント還元支援 マイナンバーカードを活用したプレミアムポイント 商店街活性化
防災・減災、国土強靱化対策	防災・減災、国土強靱化対策

図5：10月金融政策決定会合「主な意見」の抜粋

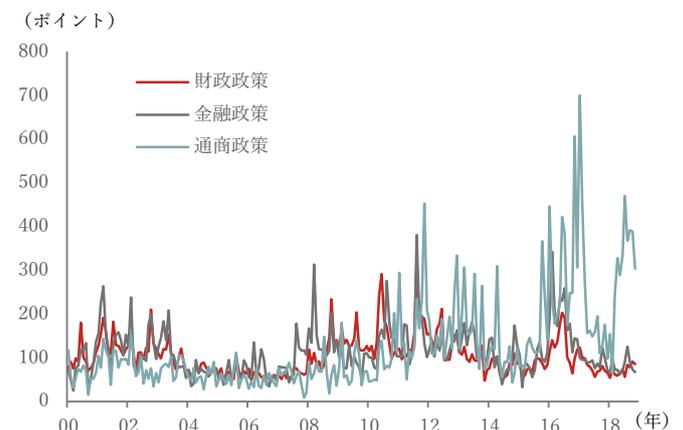
金融システム面の副作用について慎重に点検しつつ、需給ギャップのプラスを維持する現行の金融緩和政策を続けることで、物価上昇を粘り強く待つことが肝要である。

長期金利を長期にわたり「ゼロ%程度」に誘導した場合に、インフレ期待への影響がかえって低減しないかどうか注意が必要である。枠組みとしては緩和方向を維持しつつ、金利変動幅や金利操作目標年限等について、柔軟に検討していくことが重要である。

地域金融機関では、貸出金利が低下傾向にある中で相対的にリスクの高いミドルリスク企業向け貸出等を増やしており、仮に景気後退局面となり信用コストが顕在化した場合には、加速度的に収益悪化が進む恐れがある。こうした点に十分留意が必要である。

金融システムに関するリスクの点検に当たっては、モデルで必ずしも描写しきれない構造変化など、様々な要因についても目配りする必要がある。

図6：政策不確実性指数の推移



中国

当局は外需減速による景気下振れ緩和のため、一段の内需刺激へ

足元の政策緩和にもかかわらず、景気は減速が続く

金融リスク抑制に向けた政府の取り組みが信用拡大を抑える中で、2018年初以降、中国景気は減速を続けている。金融規制強化の影響を受け、社債の債務不履行の増加や中小企業・地方政府傘下の資金調達機関（LGFV）の資金繰りが厳しくなったことが背景だ。加えて、米国との貿易摩擦は激化し、外需の先行きにも不透明感が増している。

政府は2018年後半に金融・財政政策を緩和方向に転じ、景気安定化に注力し始めた。政府は、地方債の発行を加速させることでインフラ投資の挺入れに動いた。その結果、減速を続けてきたインフラ投資の伸びは2018年末に底打ちした。また、当初予定を上回る家計や企業向けの減税も実施されている。金融面では、中国人民銀行（PBOC）が預金準備率引き下げや市場流動性の供給増を通じて流動性環境を緩和すると同時に、金融機関に対する窓口指導も行い企業の資金繰りを支援している。

しかし、政府が金融セクター・国営企業の債務削減を重要課題として掲げている中での景気刺激策は、過去に比べて抑制的だ。経済全体の減速基調を変えるには至らないだろう。成長率はさらに低下することが見込まれる。

米中通商交渉の先行きは楽観できる状況にない。既に中国の対米輸出額の約半分に対する関税引き上げが発効しており、2019年以降には追加的に税率が引き上げられる公算が高い。2018年12月の米中首脳会談では、90日間の追加関税棚上げが合意され、当面の緊張はやや後退した。しかし、技術移転、知的財産権保護、非関税障壁など様々な対立点を抱える中、米中両国が本格的な合意に達するのは難しいだろう。足元の対米輸出は、追加関税引き上げの前の「駆け込み輸出」により目立った減速は見られていないが、追加関税が発動し、駆け込み効果が剥落すれば、輸出が急減速する可能性が高い。

外需減速による下振れ緩和のため、当局は一段の内需刺激に動くだろう

米中貿易摩擦に伴う外需の減速懸念は、2019年以降の中国景気に大きな下振れリスクをもたらしている。他方、当局は2020年までに2010年比で国内総生産を倍増させる目標を掲げている。目先の成長率に更なる下方リスクが高まれば、政府は目標達成に向けてインフラ投資や家計・企業向け減税の拡大を通じて、一段の内需刺激に動く可能性が高い。PBOCも追加的に流動性供給を拡大すると見られる。しかし、これらの政策は外需の減速による悪影響を相殺する程度に留まり、信用の大きな伸びには至らないだろう。

人民元は、通貨バスケットに対して概ね安定した推移を続けるだろう。景気の先行き懸念によって人民元は下押し圧力を受けやすい一方、米国の利上げ停止に伴って米ドルが他通貨に対して下落に転じれば、人民元の対米ドルレートも上昇に転じる可能性が高い。

中国経済見通し

	2016	2017	2018	2019
			予測	予測
実質GDP	6.7	6.9	6.6	6.1
小売売上	10.5	10.5	9.0	8.7
固定資本投資	8.5	6.3	5.8	5.8
輸出	-7.7	7.9	11.1	-2.2
輸入	-5.5	16.1	17.6	1.2
消費者物価	2.0	1.6	2.2	2.3
同コア	1.6	2.2	2.0	2.3
経常収支（GDP比）	1.8	1.3	0.4	0.3
社会融資総量	20.1	15.0	10.8	11.2
7日物レポレート	2.37	2.82	2.71	2.45

*単位はいずれも%。各項目は前年比。7日物レポレートは期中平均値。

（出所）野村アセットマネジメント

中国チャート

図1：産業別のGDP成長率寄与度

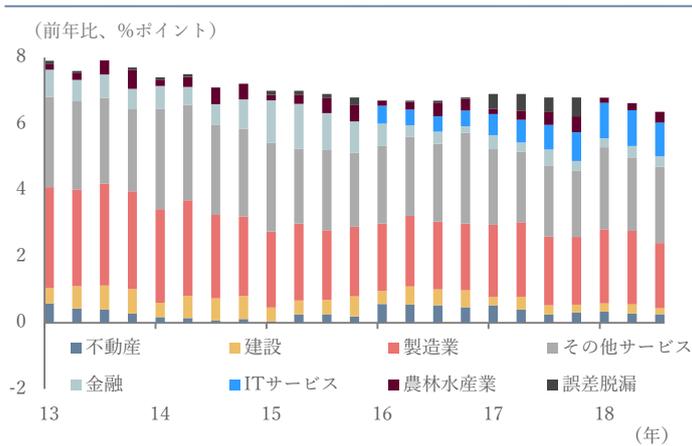


図2：製造業・購買担当者景気指数（PMI）

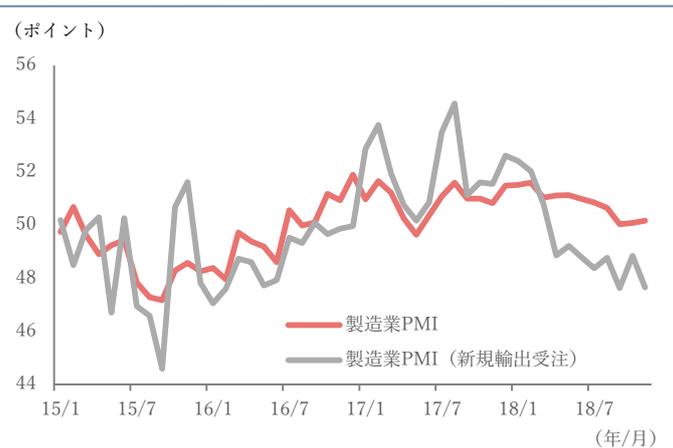


図3：セクター別の固定資本投資



図4：社会融資総量

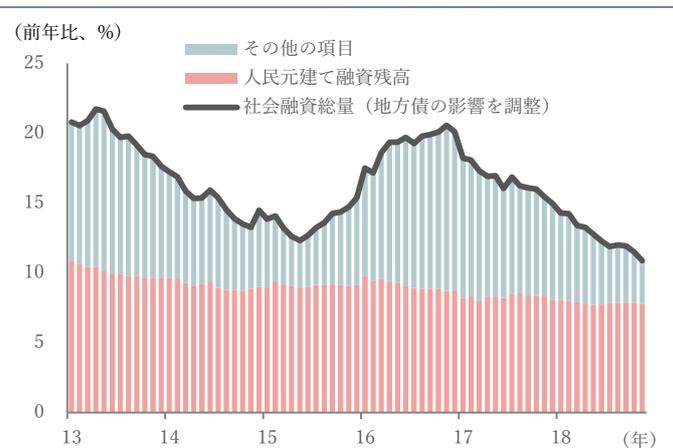


図5：銀行間市場金利

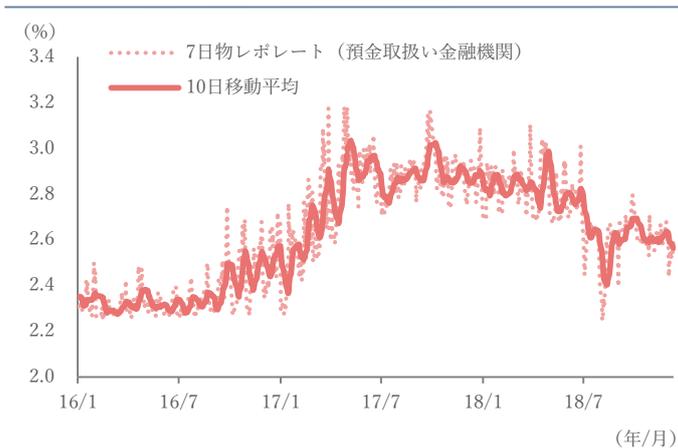
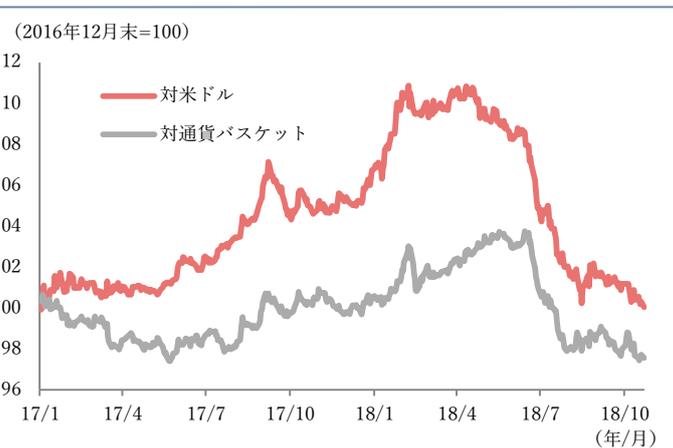


図6：人民元の推移



新興国

ファンダメンタルズや政治リスクの差が注目される

外部環境の変化は個別の新興国に異なる影響をもたらす可能性が高い

2018年は、米国経済が相対的に堅調に推移し、米ドル高が進む中、金融市場では新興国に対する慎重な見方が広がった。その結果、新興国の多くは、通貨下落や資本流出圧力にさらされ、防衛的な利上げや利下げの先送りを余儀なくされた。ただし、通貨下落や政策調整の程度は、各国のファンダメンタルズや政治状況を反映して大きな差が生まれた。政治や対外脆弱性の面で固有の問題を抱えたトルコやアルゼンチンでは深刻な通貨危機が発生したが、相対的にファンダメンタルズが健全な新興国への波及は限定的だった。2019年も新興国は国・地域の格差が広がりやすいだろう。

2018年に新興国の多くで見られた金融環境の引き締めは、今後の経済成長の重石になると見られる。しかし、今後米国の金融引き締め姿勢が後退すれば、新興国の金融環境はより個別の状況を反映しやすくなるだろう。インフレ率が安定に向かう中でも、通貨下落圧

力の高まりに対して予備的な利上げを行ってきたインドネシア、メキシコなどは為替やインフレ率が安定すれば、利下げの可能性も生まれる。他方、景気回復に伴いインフレ率の上昇が見込まれるブラジルは利上げに向かうと見られる。インフレ率が高止まりするトルコも、国内需要の急激な悪化が見られている下でも、引き締めの金融政策を維持する必要があるだろう。

中国をはじめとする世界景気の鈍化や米中貿易摩擦の激化を背景に、2018年に好調だった世界貿易は縮小に向かうだろう。経済の対外開放度が高い新興国や、中国を中心としたサプライチェーンに組み込まれているアジア諸国は、世界貿易環境の変化に影響を受けやすい。一方、外需依存度の低いインドやブラジルは国内動向がより重要となり、外部環境の変化の影響は限定的に留まるだろう。

政治の動向が引き続き大きなリスクとなっている

政治動向にも注意が必要だ。メキシコでは2018年7月、ブラジルでは同年10月の大統領・議会選挙を経て新政権が誕生する。金融市場は、メキシコ新政権が財政規律を維持できるか、ブラジルでは財政健全化に必要な年金改革を実施できるかに注目している。2019年も新興国の政治日程は相次ぐ。インドネシアでは4月に、インドでは4-5月に、総選挙が予定されている。両国とも選挙の結果に加えて、選挙前に大衆迎合的な政策が採られるリスクに注意が必要だ。トルコでは、3月の地方選挙の動向が注目される。足元の景気が急減速しているため、政府が景気刺激策を採る誘因は高まりやすい。インフレや経常収支など経済不均衡の調整を優先し、マクロ政策への市場の信認を取り戻すことができるか試される。ロシアは、米国の制裁強化が大きなリスクとなっている。金融市場では政治リスクに対して不安定な展開が続きやすいだろう。

新興国経済見通し

		2016	2017	2018	2019
				予測	予測
実質GDP	インド	7.5	6.3	7.5	7.3
(前年比、%)	インドネシア	5.0	5.1	5.2	5.1
	ブラジル	-3.6	1.1	1.3	2.4
	メキシコ	2.3	2.0	2.2	2.1
	ロシア	-0.2	1.5	1.7	1.7
	トルコ	2.9	6.7	3.6	-0.8
消費者物価	インド	4.9	3.3	4.2	4.5
(前年比、%)	インドネシア	3.5	3.8	3.3	3.7
	ブラジル	8.7	3.4	3.7	4.2
	メキシコ	2.8	6.0	4.8	3.8
	ロシア	7.1	3.7	2.9	4.3
	トルコ	7.8	11.1	16.5	19.6
経常収支	インド	-0.5	-1.6	-2.4	-2.4
(GDP比、%)	インドネシア	-1.8	-1.7	-2.5	-2.4
	ブラジル	-1.3	-0.5	-1.0	-1.3
	メキシコ	-2.2	-1.7	-1.4	-1.7
	ロシア	1.9	2.5	5.1	4.5
	トルコ	-3.8	-5.2	-5.6	-2.5

(出所) 野村アセットマネジメント

新興国チャート

図1：製造業景況感のヒートマップ

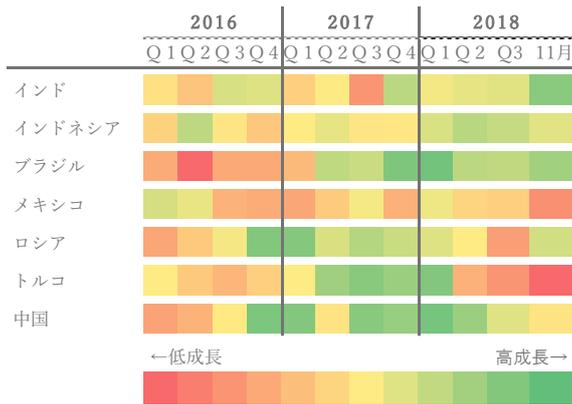


図2：新興国の政策金利とインフレ率

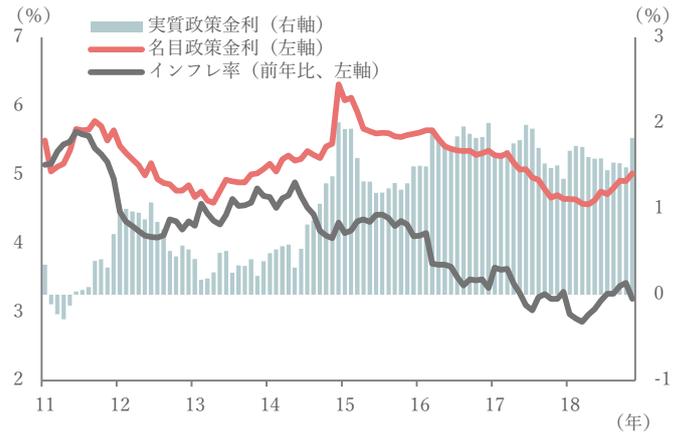


図3：インフレ率と経常収支（2019年IMF予想）

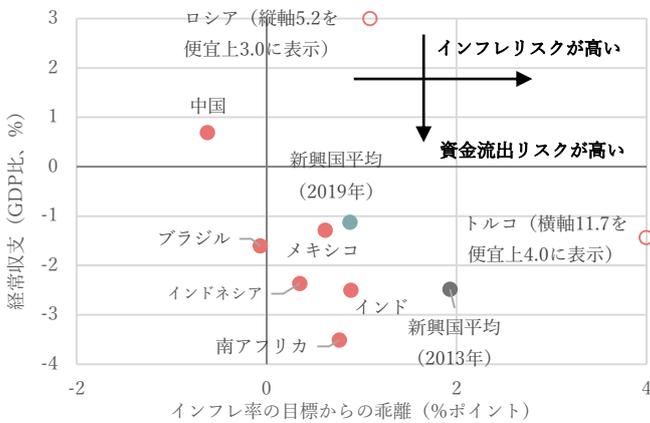


図4：新興国への資金フロー

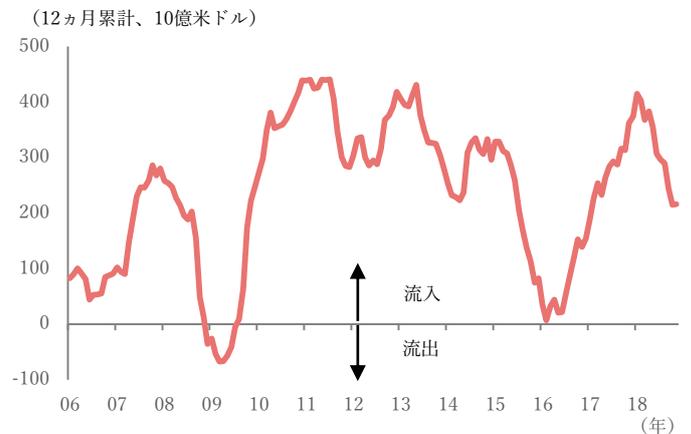


図5：新興国の製造業景況感と新規輸出受注

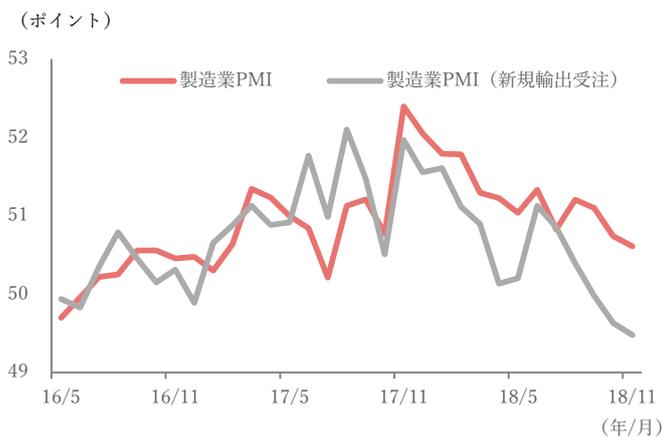
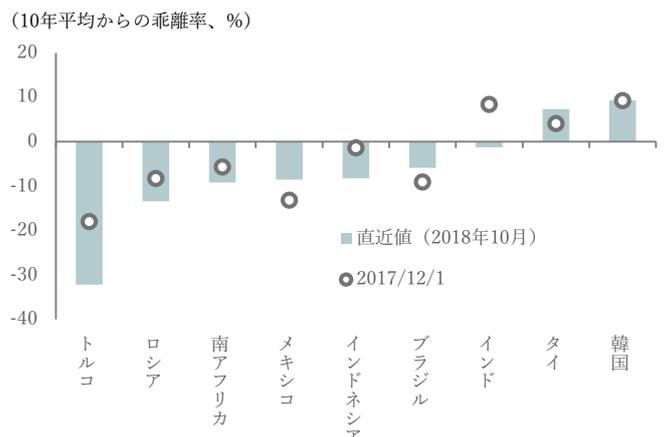


図6：新興国の実質実効為替レート



債券・クレジット市場

利上げ期待後退で長期金利は低下でも、クレジット環境の悪化は続く

世界景気減速懸念の高まりと原油価格の低下により、先進国の利上げや金融政策正常化に対する金融市場の期待は大きく後退した。これに伴い先進国の国債利回りは総じて低下し、米国10年債利回りも2018年4月以来の水準まで低下した。金融市場では、これまで好調だった米国景気に対しても徐々に減速懸念が高まりつつある。米連邦準備制度理事会（FRB）も、12月に今後の利上げ見通しを下方修正し、2019年の利上げを柔軟に判断する方針を示した。金融市場で利上げ期待が再び高まることは当面想定し難く、長期金利の目立った上昇も見込み難いだろう。また、米中の貿易摩擦により世界の成長期待は徐々に低下すると見られ、これも中長期的に長期金利を押し下げる要因となる。

10月以降、世界的に株価が調整し、クレジットスプレッドが拡大したことで、金融環境は急速に引き締まっている。金融機関による貸し出し基準の引き締めはまだ生じていないものの、金融市場の環境変化が实体经济に悪影響を及ぼし、これがさらにクレジット環境を悪化させるリスクは高まっている。また、先進国中央銀行のバランスシート縮小に伴う市場流動性の引き締めは、2019年も続く見込みだ。リスクプレミアムの上昇には警戒を要するだろう。

新興国債券市場は、一段の米ドル高が生じなければ徐々に落ち着きを取り戻すだろう。2018年は、米ドルの上昇に対応した自国通貨防衛や、原油高に伴うインフレ抑制のために、新興国の金融政策は引き締めを余儀なくされた。この結果、新興国と先進国との実質金利差は世界金融危機以降の最大水準程度を維持している。足元では、先進国の長期金利が低下し、原油価格も下落に転じたことで、新興国の金利も低下傾向にある。これまでの金融引き締めの影響が当面残ると見られるため、新興国景気の回復にはまだ時間を要するだろうが、新興国債券市場を取り巻く環境は徐々に改善に向かうだろう。

図1：米国の利上げ織り込みと10年国債利回り



図2：社債スプレッドと金融環境指数

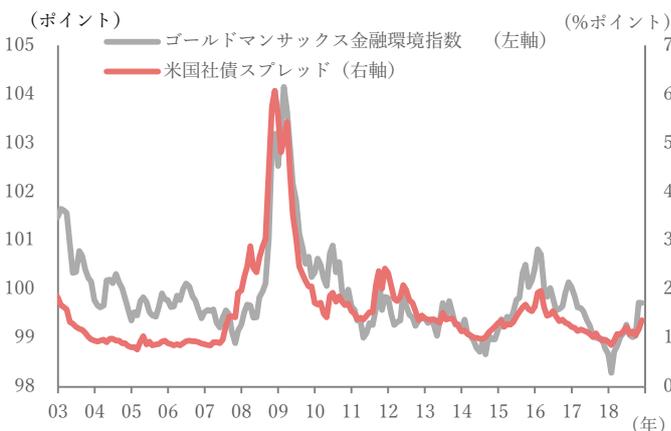
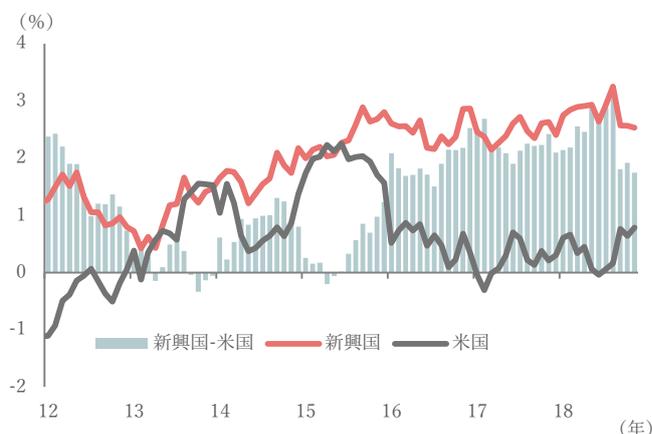


図3：新興国の対米国実質金利差



株式市場

割高感は解消したが、企業業績予想の下方修正リスクに警戒

米国株式市場全体の期待上昇率は低下している。10月以降の調整によって株価のバリュエーションは大幅に低下し、2018年初に懸念されていた割高感は解消した。こうした中、米S&P500種企業全体で2019年は依然として一桁台後半の増益が予想されている。今後、企業業績が予想通りに実現してくるのであれば、業績の伸びに見合った株価上昇は期待できるだろう。しかし、米国景気の減速懸念も徐々に高まりつつある中、賃金上昇率の高まりで企業の利益率拡大は限界を迎えつつあることも事実だ。全体としての業績予想には下方修正リスクが伴う。こうした環境下では、企業間格差は拡大すると見られ、個別の企業単位の銘柄選択が一層重要になる。

日本の企業業績予想も徐々に切り下がっている。最終需要の弱さに加えて、人手不足を背景とした人件費の増加、昨年までの積極的な設備投資の結果として膨らんだ減価償却費などが、企業業績の重石となっている。2019年度の業績予想は、米国と同程度が見込まれているものの、下方修正リスクはあるだろう。しかし、これまでの円安により、多くの輸出企業の国際競争力は高いまだ。在庫水準も低位に留まっていることから、世界需要の回復が見られれば、生産の回復余地は大きいだろう。

新興国株式市場は、2019年後半にかけて徐々に回復に転じるだろう。新興国では、2018年に生じた金融引き締めによる景気への悪影響が当面残る。また、米中の貿易摩擦の激化は、中国のみならずアジア新興国全体に悪影響を及ぼす可能性が高い。このため、中国景気・市場の安定化は、新興国市場のセンチメント改善の条件の一つになる。また、新興国全般としての企業業績が先進国を目立って上回る状況にはない中では、相対的にリスクの高い新興国株式に対する投資妙味は薄い。米国の利上げ停止は新興国市場のセンチメントを改善させるが、この動きは当面緩やかに留まるだろう。

図1：各市場の利益見通し

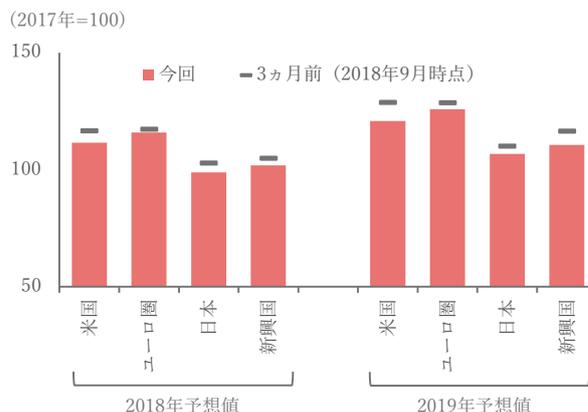
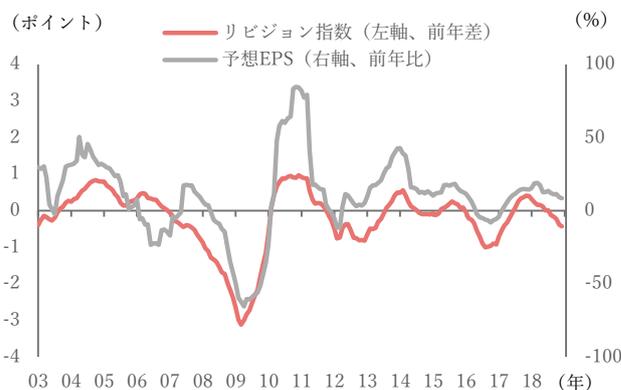


図2：米国株式の予想PER



図3：国内株式のリビジョン指数と予想EPS



為替市場

景況感格差、金融政策格差の縮小で米ドル高反転へ

2018年11月以降の米国の利上げ期待後退に伴う米金利低下にも関わらず、米ドルは高止まりを続けている。この背景には、ユーロ圏や中国などその他の国・地域における景気減速の底打ちがまだ見られていないことがある。しかし、2018年に過去最大水準まで拡大した米国とその他の国・地域の景気格差は既に市場に織り込まれている。米国経済の減速や他国・地域景気の安定化などによる相対的な景況感の変化が米ドルの調整を引き起こす余地は大きい。足元では、米国景気の減速懸念が徐々に高まる一方で、中国では既に景気刺激策が打ち出されている。米ドルが調整に転じる条件は整いつつあるだろう。

米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げ姿勢の後退も米ドル高の反転要因だ。FRBが利上げを停止すれば、日欧などの先進國中銀も金融引き締め・正常化姿勢を後退させるだろうが、その余地は相対的に小さい。このため、金融政策の相対感の変化は主にFRBの動きに左右されるだろう。こうした中、域内の政治リスクの高止まりはユーロの対米ドルでの上昇を一部抑制するだろう。一方、日本は相対的に政治リスクが低い。世界景気の悪化やFRBの利上げ停止による円の上昇余地はユーロより大きくなるだろう。

新興国通貨の反発余地は大きい。2018年4月以降の新興国通貨の調整は2013年の調整と同程度、もしくはそれ以上となった。米国の利上げ期待の高まりに加えて原油価格の上昇が新興国のインフレ懸念を高めたことが背景にある。こうした新興国全般に対するセンチメントの悪化を受け、新興国の通貨は過小評価された水準まで下落している。この間、多くの新興国では経済ファンダメンタルズが改善している。こうした国の通貨には割安感がある。先行き、米ドル高圧力が徐々に剥落する中で、新興国通貨はファンダメンタルズの改善度合いを反映する形で反発に転じるだろう。

図1：米ドル指数と主要国の金利水準



図2：経済サプライズ指数

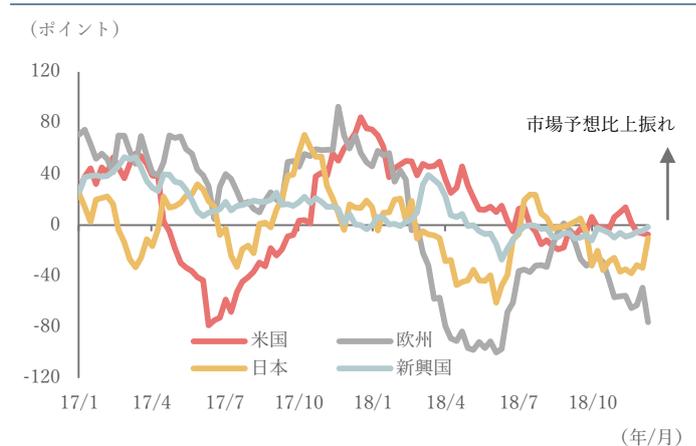
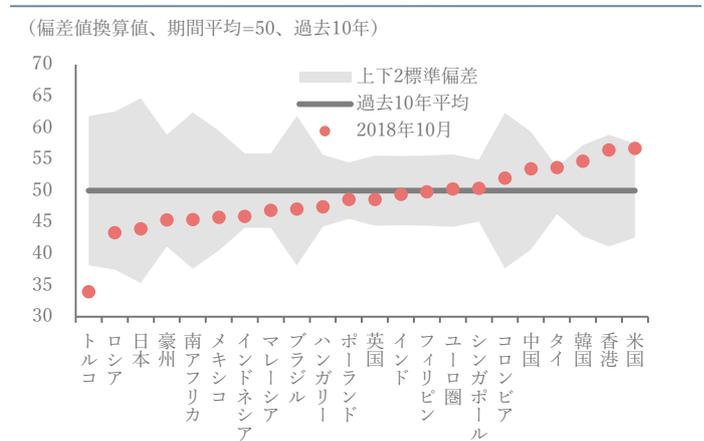


図3：実質実効為替レートの長期平均からの乖離



原油市場

原油価格の鍵を握るのは、イラン経済制裁の実効性と米国の生産

2018年初以降上昇基調を辿った原油価格は、10月に85米ドル/バレルを超える水準まで上昇した後下落に転じ、2018年末には50米ドル/バレル台での推移となった。この間、原油需要は堅調に推移した。10月までの価格上昇にも関わらず、米国を中心とした先進国の輸送用燃料需要は強く、新興国でも石油製品の需要が増加した。

2018年を通じた原油価格の変動は主に石油輸出国機構（OPEC）などによる生産調整の動きによって生じた。2016年末にOPECが減産合意に至ったことで、世界原油生産量は2017年以降抑制された。2018年初からの原油価格の上昇基調は、こうした流れの下で原油需給が徐々に引き締まっていたことが背景にある。この流れを変化させたのが、米国による対イラン経済制裁の強化だ。イランの原油生産量が大幅に減少することを懸念したサウジアラビア等のOPEC加盟国は、2018年8月以降、それまでの方針を転換させ増産に転じた。しかし、この思惑に反して、11月、米国は主要原油輸入国のイラン産原油輸入制限を期間限定で適用免除とすることを発表し、イランの原油生産量減少は小幅に留まった。世界の原油供給量はOPECなどの事前想定以上に増加し、原油価格は下落に向かったのだ。

今後は、産油国の生産調整が再び生じることによって原油需給は引き締まる見込みだ。原油価格は緩やかに上昇するだろう。OPEC加盟国およびロシアなど非OPEC諸国は、既に2019年1月以降の減産を決定している。2018年を通じて増産基調を続けた米国は、原油価格下落を受けてリグカウントを減少させるだろう。シェールオイルの増産モメンタムは低下する見込みだ。こうした中、イラン産の原油輸入に関する適用免除期間が終了する2019年春以降の同国の原油生産量の動向は注目点だ。2018年とは逆にイランの原油生産が想定以上に減少すれば、需給の引き締めりが原油価格の追加的な上昇圧力となるリスクがあるためだ。

図1：ブレント原油価格

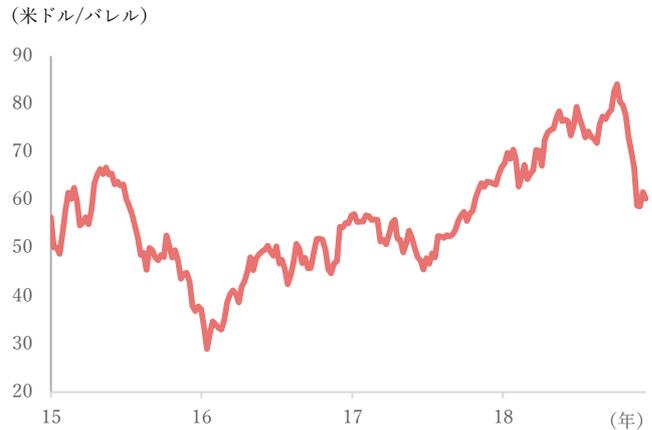


図2：OPEC原油生産量

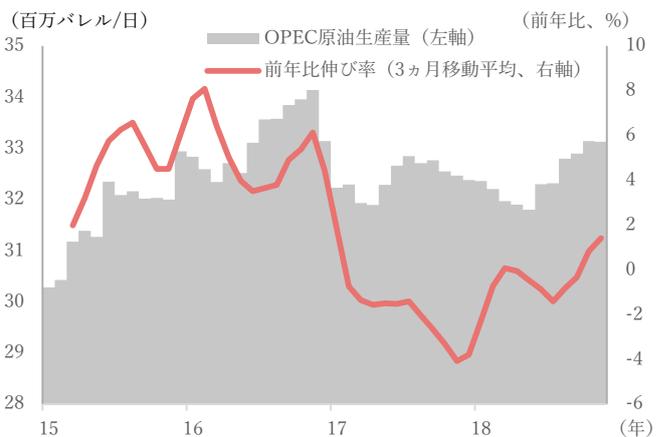
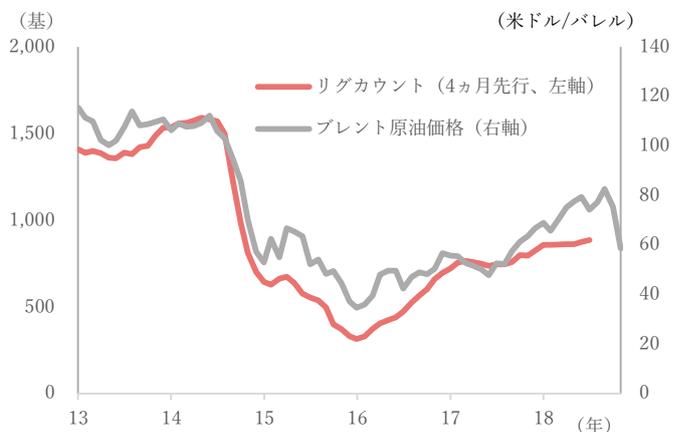


図3：リグカウント



米国経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
				予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP	2.2	4.2	3.5	2.4	2.4	2.4	2.1	2.2	1.6	2.2	2.9	2.6
個人消費	0.5	3.8	3.6	3.0	2.4	2.5	2.2	2.4	2.7	2.5	2.7	2.7
住宅投資	-3.4	-1.3	-2.6	-2.7	1.3	4.0	1.3	2.0	6.5	3.3	-0.1	0.4
設備投資	11.5	8.7	2.5	3.1	2.9	1.5	2.7	1.9	0.5	5.3	6.8	2.9
政府支出	1.5	2.5	2.6	2.2	2.1	2.1	1.6	1.4	1.4	-0.1	1.6	2.1
純輸出（寄与度）	0.0	1.2	-1.9	-0.3	-0.3	-0.3	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.4	-0.6
消費者物価	2.2	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8	1.8	2.1	1.3	2.1	2.5	1.9
同コア	1.9	2.2	2.2	2.3	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	1.8	2.2	2.2
経常収支（GDP比）	-2.4	-2.0	-2.5	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.6	-2.3	-2.3	-2.4	-2.6
失業率	4.1	3.9	3.8	3.7	3.6	3.7	3.8	3.8	4.9	4.4	3.9	3.7
FF誘導目標上限	1.75	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	2.75	2.75	0.75	1.50	2.50	2.75

* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

ユーロ圏経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
				予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP	1.5	1.7	0.6	1.0	1.3	1.9	2.0	1.3	1.9	2.5	1.8	1.4
個人消費	2.1	0.8	0.4	1.8	1.3	1.6	1.5	1.6	2.0	1.7	1.3	1.4
住宅・設備投資	0.5	6.3	0.7	4.5	2.2	2.5	2.2	2.2	4.0	2.9	3.1	2.7
政府消費	0.1	1.7	0.9	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	1.8	1.2	1.0	1.4
純輸出（寄与度）	-0.6	0.1	-1.1	1.1	-0.1	0.2	0.4	-0.3	-0.4	0.8	0.3	0.1
消費者物価	1.3	1.7	2.1	1.8	1.6	1.3	1.2	1.2	0.2	1.5	1.7	1.3
同コア	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4	0.9	1.0	1.0	1.3
経常収支（GDP比）	3.7	3.3	2.1	3.0	3.1	3.0	2.9	2.9	3.2	3.1	3.0	3.0
失業率	8.5	8.3	8.1	8.1	8.0	7.9	7.8	7.7	10.0	9.1	8.2	7.8
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40	-0.40

* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

日本経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
				予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP	-1.3	2.8	-2.5	1.8	1.5	1.6	1.6	-2.4	0.6	1.9	0.7	0.9
個人消費	-1.1	2.9	-0.7	1.1	1.1	1.9	3.9	-6.4	-0.1	1.1	0.4	1.0
住宅投資	-8.1	-7.5	2.7	5.0	1.0	2.0	4.0	-20.0	5.9	2.1	-5.7	0.5
設備投資	1.8	11.7	-10.6	5.3	3.0	1.8	1.6	1.6	-1.5	3.9	3.4	1.6
政府消費	0.9	0.5	0.9	0.7	0.8	1.2	1.0	1.5	1.4	0.3	0.6	0.9
政府投資	-2.1	-1.9	-7.7	4.0	2.0	2.0	2.0	5.0	-0.3	0.7	-2.5	1.0
純輸出（寄与度）	0.2	-0.5	-0.3	0.2	-0.2	-0.4	-0.7	1.4	0.6	0.6	0.0	-0.2
消費者物価（コア）	0.9	0.8	0.9	1.0	0.8	0.7	0.6	1.5	-0.3	0.5	0.9	0.9
失業率	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	3.1	2.8	2.4	2.4
政策金利残高付利金利	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10

* 単位はいずれも％。GDPおよびGDPの各項目は前期比年率、消費者物価は前年比。

（出所）野村アセットマネジメント

中国経済見通し

	2018				2019				2016	2017	2018	2019
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
				予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP	6.8	6.7	6.5	6.3	6.2	5.9	6.1	6.3	6.7	6.9	6.6	6.1
小売売上	9.8	9.0	9.0	8.4	8.8	8.5	8.7	8.9	10.5	10.5	9.0	8.7
固定資本投資	7.4	5.2	4.6	6.1	5.6	5.0	6.0	6.6	8.5	6.3	5.8	5.8
輸出	13.7	11.4	11.9	8.3	-2.6	-4.7	-1.9	0.3	-7.7	7.9	11.1	-2.2
輸入	19.4	20.6	20.4	10.9	-1.6	-0.7	2.1	4.8	-5.5	16.1	17.6	1.2
消費者物価	2.2	1.8	2.3	2.3	2.4	2.4	2.4	2.2	2.0	1.6	2.2	2.3
同コア	2.1	1.9	1.9	2.2	2.3	2.4	2.4	2.2	1.6	2.2	2.0	2.3
経常収支（GDP比）	-1.1	0.2	0.5	1.8	-0.3	0.2	0.1	0.9	1.8	1.3	0.4	0.3
社会融資総量	13.4	12.3	11.2	10.8	10.6	10.0	10.6	11.2	20.1	15.0	10.8	11.2
7日物レポレート	2.84	2.80	2.60	2.62	2.60	2.40	2.40	2.40	2.37	2.82	2.71	2.45

*単位はいずれも％。各項目は前年比。7日物レポレートは期中平均値。

（出所）野村アセットマネジメント

当資料内で使用したチャートについて

出所	
グローバル環境	Bloomberg、CEIC、オランダ経済政策分析局（CPB）、Markit、国際通貨基金（IMF）、野村アセットマネジメント
景気循環	経済協力開発機構（OECD）、Bloomberg、Citi Global Markets Japan
Box1	FactSet
リスク要因	野村アセットマネジメント、Bloomberg
世界の政治・金融政策決定会合日程、Box2	米連邦準備制度（FRB）、欧州中央銀行（ECB）、日本銀行、各種報道
米国	米商務省、CEIC、Bloomberg、全米経済研究所（NBER）、Economic policy uncertainty
Box3	米連邦準備制度（FRB）、米商務省、Thomson Reuters、CEIC、全米経済研究所（NBER）
ユーロ圏	CEIC、Bloomberg、Markit、ECB、Eurostat
日本	内閣府、日本銀行、Markit、CEIC、“Policy Uncertainty in Japan” by Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake and Ikuo Saito, 2017.
中国	CEIC、Bloomberg、IHS Markit
新興国	HIS Markit、Bloomberg、IMF、国際金融協会（IIF）、国際決済銀行（BIS）
債券・クレジット市場	Bloomberg
株式市場	Bloomberg、野村アセットマネジメント
為替市場	Bloomberg、BIS
原油市場	Bloomberg

当資料内で使用したチャートについて

注	
グローバル環境	<p>図1：世界の実質GDP見通しは当社見通し。世界、先進国、新興国の定義は、P.12参照。</p> <p>図2：先進国のインフレ率は、米国、ユーロ圏、日本（増税の影響を除く）の食料品・エネルギー価格を除くコアインフレ率の平均。新興国のインフレ率は、中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、トルコ、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコのヘッドライン・インフレ率の平均。</p> <p>図3：IMF見通し。</p> <p>図6：対象国は、豪州、ブラジル、カナダ、チリ、中国、チェコ、ユーロ圏、ハンガリー、インド、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、ノルウェー、ペルー、フィリピン、ポーランド、スイス、ロシア、南アフリカ、台湾、タイ、トルコ、米国。枠線で囲われたデータは、2010年以降平均とのかい離が±2%を超えるもので、便宜上±2%の位置に表示している。</p>
景気循環	<p>図3：直近のOECD景気先行指数の景気循環上の位置より、過去同じ局面にいた期の6ヵ月先のリスク調整後リターンを資産ごとに算出。リターンがプラスになる確率を基に魅力度を7段階に変換。過去の類似局面は15年分を使用。</p>
Box1	<p>図2：米ドル建ての株価リターン（MSCIワールド・インデックス及びMSCIエマージング・マーケット・インデックスを基に計算）を配当要因、期待要因（PERの変化率）、増益要因（12ヵ月先予想利益の変化率）に分解して表示。各数値は、2017年11月末から翌年11月末までの1年間を対象としている。</p>
各国経済・市場見通し	<p>株価指数につき、S&P500、ユーロ300、TOPIX、MSCI新興国（米ドル）を使用。</p>
リスク要因	<p>図2：Economic Policy Uncertainty Index（経済政策不確実性指数）</p> <p>図3：3ヶ月移動平均を表示。見通しは、各中央銀行の債券買入予定および実績金額を反映している。</p>
米国	<p>図5：シャドーは景気後退期。</p>
日本	<p>図2：2017年12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。</p>
Box3	<p>図1：支払利率は、非金融企業部門の社債、商業手形、ローン残高でネット利払い費を除いて求めた。本来はグロス利払い費を用いるべきであるが、公表データがない。ただし、非金融企業部門全体で見れば、資産として保有されている社債や手形、ローンなどは相対的に小さいため、ここでの分析には差し支えないだろう。</p> <p>図2：社債利回りの実質化は消費者物価を用いた。点線部分は、2018年7-9月期のROAが2018年10-12月期も横ばいと仮定して試算。</p> <p>図3：類似局面は、サンプル期間中において企業負債残高および民間設備投資が共に上位3分位の水準にあった時期を表示。サンプル期間は1962年1-3月期～2018年7-9月期。</p> <p>図5：サンプル期間は1962年1-3月期～2018年7-9月期。</p>
ユーロ圏	<p>図2：交渉賃金はHICPインフレ率で実質化している。</p> <p>図5：中核国（ドイツ、フランス、オランダ、ベルギー、オーストリア、フィンランド）および周縁国（イタリア、スペイン、ポルトガル、ギリシャ、アイルランド）のウェイトを基に加重平均にて算出。</p>
中国	<p>図1：ITサービスのデータは2016年1-3月期から。それ以前は「その他サービス」に含まれている。</p> <p>図6：対通貨バスケットの推移は、中国外国為替取引システム（CFETS）が公表する通貨ウェイトを基に野村アセットマネジメントが計算。</p>
新興国	<p>図2：名目政策金利、インフレ率は中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコの平均。</p> <p>図4：2018年10-11月のデータはIIFの推計値。</p> <p>図5：新興国は中国、ブラジル、インド、インドネシア、マレーシア、フィリピン、韓国、台湾、タイ、メキシコの平均。</p>
債券・クレジット市場	<p>図1：利上げ織り込みは、FF金利先物第12限月金利からFF金利先物第3限月金利を引いて算出。</p> <p>図2：社債スプレッドは、国債に対して各社債の線上償還等を加味して計算された平均上乗せ金利（OAS）。Bloomberg Barclays US Aggregate Corporateを使用。</p> <p>図3：実質金利は各国10年国債金利とインフレ率の差より算出。新興国は中国、韓国、マレーシア、タイ、インド、インドネシア、フィリピン、トルコ、ブラジル、ロシア、南アフリカ、メキシコの平均。</p>
株式市場	<p>図3：リビジョン指数は、東証一部上場銘柄の今期予想利益を対象に、各月で（上方修正銘柄数－下方修正銘柄数）÷全銘柄数で計算したものを累積した値。</p>
為替市場	<p>図1：米国外主要国は、ドイツ、イギリス、カナダ、オーストラリア、スウェーデン、ノルウェーの平均。</p>

当資料で使用しているデータについて

当資料で使用した指数

- S&P500株価指数
- MSCI ワールド・インデックス
- MSCI エマージング・マーケット・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- Bloomberg Barclays US Aggregate Corporate

当資料で使用した指数の著作権等

- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード & プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーに帰属しております。
- 「MSCI ワールド・インデックス」、「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンスは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2019年1月現在

<p>ご購入時手数料 《上限4.32%（税込み）》</p>	<p>投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。</p>
<p>運用管理費用 （信託報酬） 《上限2.1816% （税込み）》</p>	<p>投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。</p>
<p>信託財産留保額 《上限0.5%》</p>	<p>投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。</p>
<p>その他の費用</p>	<p>上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。</p>

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号:野村アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第373号

加入協会:一般社団法人投資信託協会/

一般社団法人日本投資顧問業協会/

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

野村アセットマネジメント

拠点ネットワーク



- Office
- AM Division Affiliates
- Joint Venture
- ◆ Strategic Partner

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.
NGA : Nomura Global Alpha LLC.

Expertise to Exceed¹

時代を先駆ける専門性と先見性を力に。
卓越したパフォーマンスとソリューションを追求することで、
期待のさらにその先へ。

設立

1959年



運用資産残高

50.7兆円



グローバルの陣容

1,440人



※1

世界第5位の
ETF運用残高

国内シェア 45%



※1

111兆円の



国内公募投信市場に
おいてマーケットシェア

首位 26.9%

運用調査関連業務従事者
の平均経験年数

12年 ※2



(出所) 野村アセットマネジメント。 ※2以外2017年12月末時点。

※1: NRI Fundmark/DLデータより野村アセットマネジメント作成。

※2: 2017年9月末時点。野村アセットマネジメント在籍の運用調査担当者より算出。

野村アセットマネジメント