

# 投資環境見通し

2019年夏号

野村アセットマネジメント

---

## 3 グローバル環境

世界経済の緩やかな減速が続く中、先行き不確実性が高まる

---

## 5 景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

---

## 6 リスク要因

リスクバランスは「下向き」

---

## 7 各国経済・市場見通し

---

## 9 米国

先行き不確実性の高まりによる成長抑制リスクに注意

---

## 11 Box1: 通商摩擦による米国経済への影響

---

## 13 ユーロ圏

金融政策は再び緩和方向へ、政治リスクの波及に注意

---

## 15 Box2: 欧州議会選挙の結果と注目点

---

## 17 日本

世界経済と消費増税の不確実性に直面

---

## 19 中国

景気安定化の兆しが見られるが、下振れリスクは残る

---

## 21 新興国

外需の影響や金融緩和の余地は国によって大きく異なる

---

---

## 23 Box3: 新興国間で広がる政策対応余地の格差

---

## 24 債券・クレジット市場

主要国の金融緩和を織り込み、債券利回りは低下へ

---

## 25 株式市場

企業業績の下方修正が進む一方、金融緩和期待で株価は下支え

---

## 26 為替市場

金利水準が高い米国も、金利差が縮小すると通貨安になる可能性も

---

## 27 各国見通し

---

# グローバル環境

## 世界経済の緩やかな減速が続く中、先行き不確実性が高まる

### 世界経済は再加速のドライバー不足だが、緩和的な政策もあり底割れは回避

製造業を中心にグローバルな景況感は低迷している。通商摩擦の帰趨が不透明な中、期待成長率が高まりにくく、企業の設備投資意欲は低下しよう。米国ではこれまでの減税等の財政措置による景気押し上げ効果が減衰するだろう。中国では景気底割れを回避すべく一定の対策が打ち出されているものの構造改革を放棄する訳にもいかないため、その効果は世界経済加速の起点になり得るほどではない。一方で、今のところ主要国・地域の雇用・所得環境は堅調である上、金融緩和的な環境が維持される見通しだ。こうした点を勘案すると、世界経済底割れは回避され、緩やかな減速基調となるであろう。

世界経済が緩やかに鈍化する中で、インフレ率は高まらないと予想する。先進国・地域では低失業がインフレ率上昇に繋がりにくくなっており、逆にインフレ期待低迷に対する警戒感が増している。新興国・地域では通貨

安が生じた一部の国でインフレ率が上昇しているものの、総じてみれば低下傾向にある。

こうした環境下で、主要国・地域の金融政策は緩和方向となろう。米連邦準備制度理事会（FRB）は2019年7-9月期にも利下げに転換し、欧州中央銀行（ECB）や日本銀行も金融緩和スタンスを強めるであろうが、金融緩和による景気押し上げ効果は限定的だろう。一方、財政拡張が一部の国で選択される可能性はあるが、世界経済への波及が大きい米国や中国の大幅な財政出動は期待薄だ。米国では「ねじれ議会」の下で合意形成が難しく、中国では構造問題とのバランスも意識されると考えられるためだ。

このように、世界経済再加速のドライバー不足の一方、雇用・所得環境の堅調さと緩和的な経済政策が景気を下支えすると見られ、緩やかな成長減速に留まると予想する。

### 政治・政策を巡る不確実性が経済成長の重石に

経済が緩やかな下降トレンドにある中で外的ショックは、通常時よりも実体経済に大きな痛みを与える可能性がある。後退していたように見えた通商摩擦の激化リスクは、5月に大きく反転上昇した。5月のトランプ政権による第3弾の対中追加関税発動や中国通信機器大手に対する規制、さらに移民問題を理由にしたメキシコへの関税賦課方針の表明は、金融市場の楽観的な見方を覆し、先行き不確実性を再認識させるに至った。貿易を通じた直接的な影響に加えて、不確実性の上昇に伴い、リスク資産価格の調整が長引く場合や企業が設備投資を先送りする場合、経済成長にとって大きな重石となろう。一般に設備投資は輸入誘発力が高いとされており、先行き不確実性、設備投資、貿易量の動向が世界経済に対する負のループを生じさせる可能性に注意したい。

景気見通しの下振れリスクが高まる場合、財政政策での機動的な対応は難しい。また、金融政策は過去の景気後退時と比較すると、追加緩和余地が乏しく、景気減速からの回復力は小さいかもしれない。

一方で、経済成長率が低迷したとしても、金融緩和的な環境の長期化観測が高まることで、リスク資産価格は支えられる可能性がある。

なお、通商摩擦の不確実性が低下する場合、あるいは米国や中国で予想以上の財政出動が行われる場合、景気見通しに上振れリスクが生じる。ただし、現状では、その可能性が高いとは言えず、基本シナリオに対するリスクバランスとしては下振れの方が大きいと判断される。

図1：主要国・地域の実質GDP成長率見通し

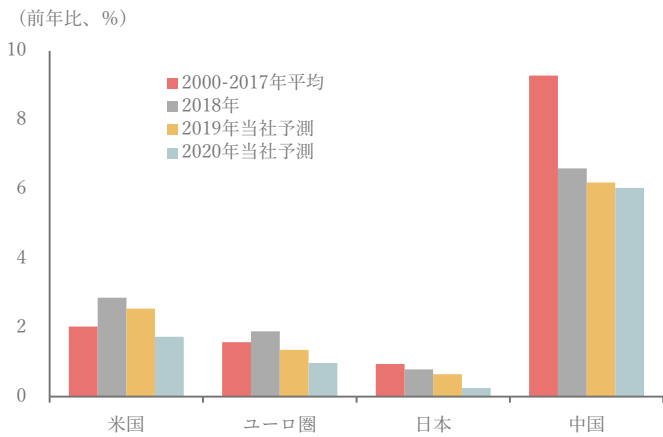


図2：主要国・地域のインフレ率の推移

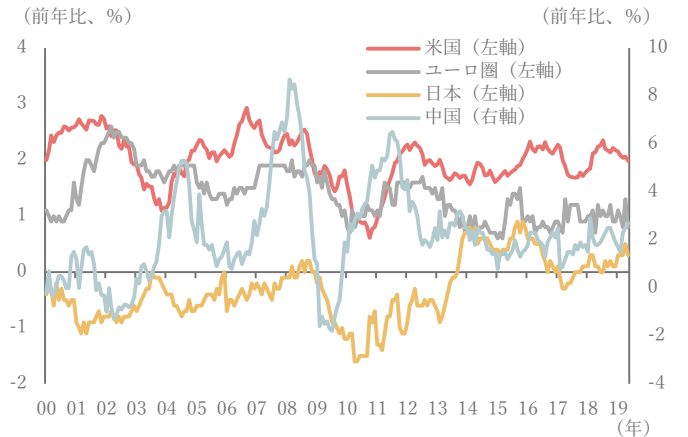


図3：世界貿易量の推移

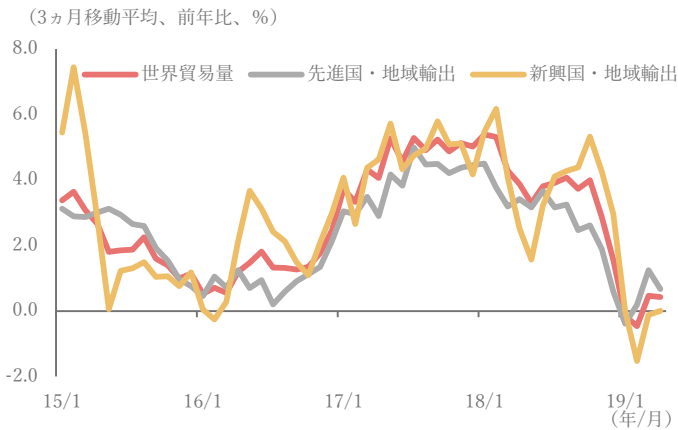


図4：主要国の消費者信頼感指数の推移

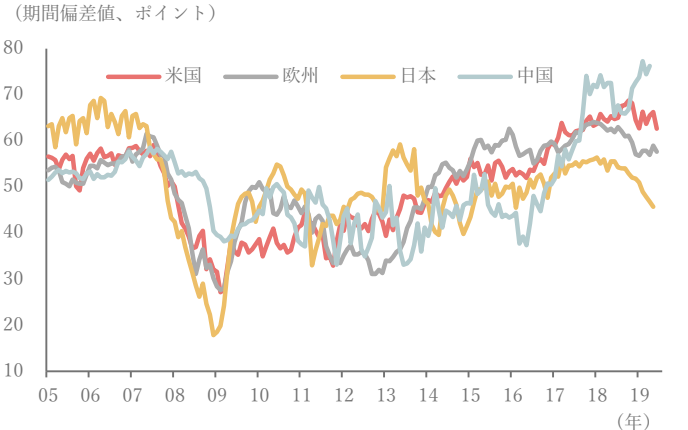


図5：製造業購買担当者景気指数（PMI）の推移

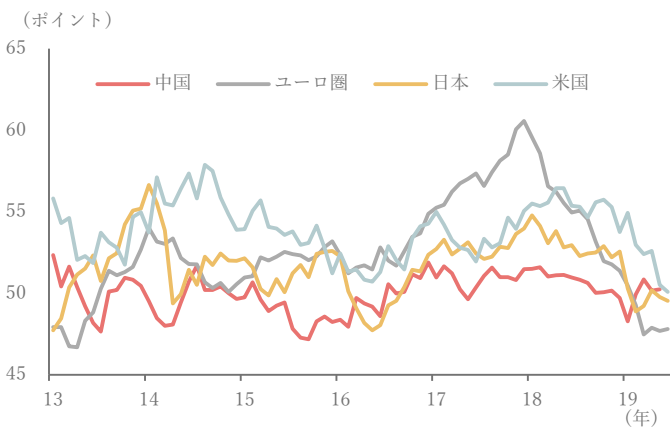


図6：グローバル経済政策不確実性指数



出所

- 図1：CEIC
- 図2：CEIC
- 図3：オランダ経済政策分析局
- 図4：CEIC
- 図5：IHS Markit
- 図6：Economic Policy Uncertainty



# 景気循環

## 世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

### 回復局面に近づく兆候も

経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLI）によると、世界景気は昨年以降、停滞局面に入っている。

過去にこの局面に位置していた時期は2015年付近で、当時は原油価格の急落や中国経済の急減速などが背景としてあった。今回はこうした目立った事象は無く、さほど深刻でないようにも見えるが、それでもなお景気循環の位置からは当時より弱い状況が示されている。最も大きい要因は、今回の景気停滞が主要国のほぼ全域に及んでいる点で、この傾向は前回に比べても顕著だ。

しかし、ここに来てやや改善の動きが見られる。中国をはじめ、一部の欧州の主要国では下げ止まりの兆候が出てきた。悪化していた世界のCLIのモメンタムも徐々に改善してきており、こうした点からは世界景気が近い将来、底入れする可能性が期待できる。

### 循環的にはリスク資産が優位だが

世界景気に反発の兆候が見られてきたことで、株式などのリスク資産は今後強含む可能性が出てきた。ただし、過去はこの場面で常に高いリターンを達成してきた訳ではない。通常、世界景気は回復後、順調に拡大局面に向かうが、再び悪化してしまうケースもある。そしてその場合には、金融市場は安定性を大きく損なう。

この「逆循環」のケースでは、ほぼ共通してその少し前までの景気はそれほど悪くない傾向が見られた。近年では2001年や2012年に逆循環が生じたが、当時の米国では金融緩和政策がかなり後になってから実施された。今回もこのケースと類似点があることから、リスク資産の先行きに対してやや保守的に捉える必要があるだろう。

出所

図1：経済協力開発機構（OECD）

図2：OECD

図3：OECD、Bloomberg

図1：OECDの世界景気先行指数（CLI）

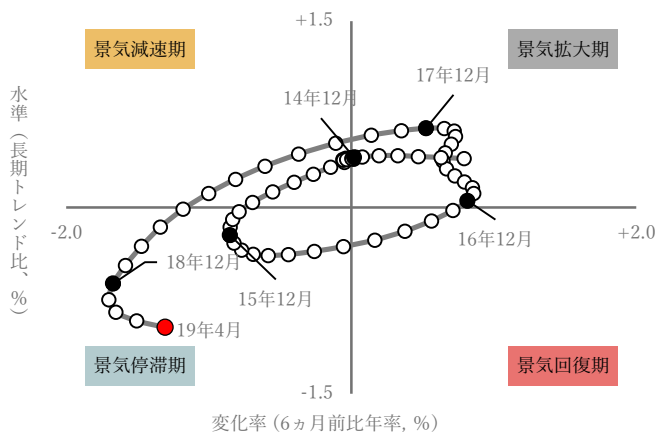


図2：各国の景気循環上の位置

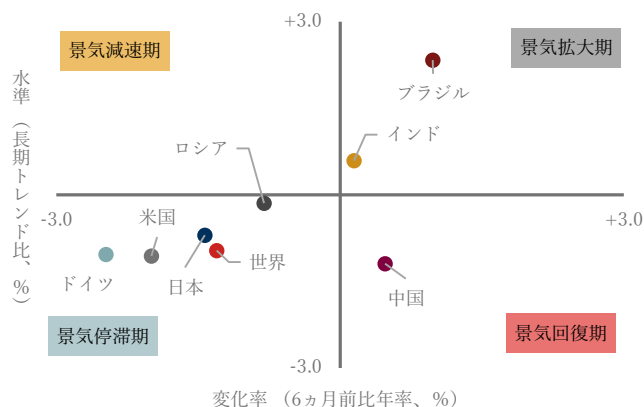
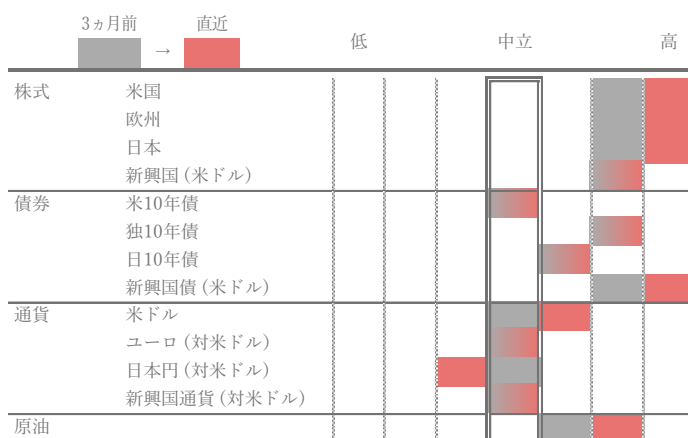


図3：定量的に算出した資産別魅力度



# リスク要因

## リスクバランスは「下向き」

### 通商摩擦激化のリスクが高まる

先行き6ヵ月から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 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。米国の利上げ再開が視野に入り始める中で、世界的に長期金利も再上昇する。
- ② 通商摩擦の激化：米国と中国、さらには日本や欧州との間でも通商摩擦が激化し、先行きの不確実性が高止まりする。これによって世界の設備投資意欲が大幅に低下。リスク許容度の低下により、米長期金利は低下、株価は下落する。世界景気悪化とリスクオフの中で特に日本円には上昇圧力が高まる。
- ③ 金融市場の好調継続：米連邦準備制度理事会（FRB）が早期利下げに転じ、低金利環境が株式・クレジット市場の好調を促す。長期金利が低位安定する中、クレジット・スプレッドも縮小。企業業績はさほど改善しない中でも、株価はバリュエーションを切り上げる形で上昇し、流動性相場的な様相を呈する。
- ④ 金融市場の大幅調整：クレジットイベントの発生や低ボラティリティ環境の反転などにより、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

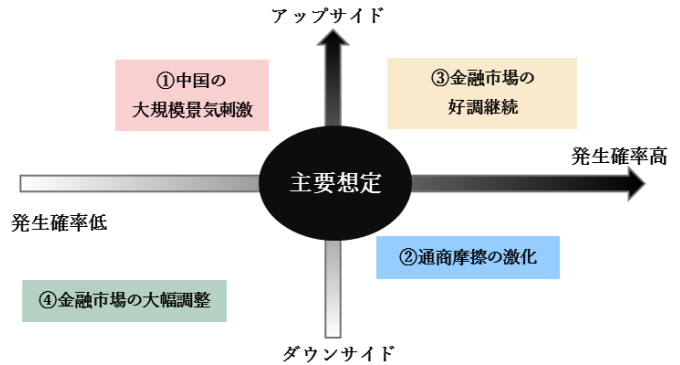


図2：経済サプライズ指数

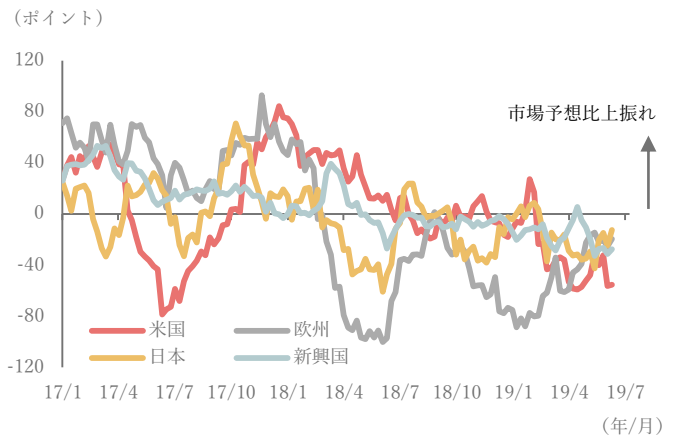
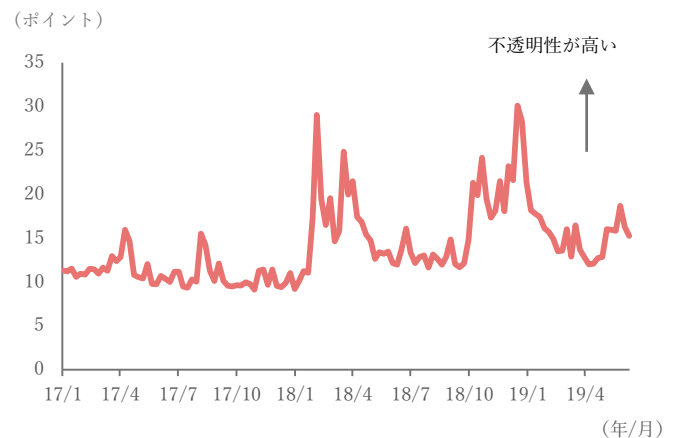


図3：株式市場の先行き不透明性（VIX指数）



出所

図1：野村アセットマネジメント  
図2：Bloomberg  
図3：Bloomberg

各国経済・市場見通し

			2019				2017	2018	2019	2020
			Q1	Q2	Q3	Q4			予測	予測
				予測	予測	予測				
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.9	2.8	2.8	2.9	3.4	3.3	2.8	2.7
	先進国	*2	2.3	1.5	1.5	1.2	2.3	2.2	1.8	1.4
	新興国	*1,*3	4.3	4.4	4.6	4.8	5.3	5.0	4.5	4.8
	米国		3.1	2.0	1.7	1.7	2.2	2.9	2.5	1.7
	ユーロ圏		1.6	1.8	1.5	1.2	2.5	1.9	1.4	1.0
	日本		2.2	-0.2	0.9	-2.2	1.9	0.8	0.6	0.3
	中国	*1	6.4	6.1	6.1	6.2	6.8	6.6	6.2	6.0
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.0	2.2	2.1	2.3	2.1	2.4	2.1	2.2
	先進国	*2	1.4	1.6	1.4	1.6	1.8	2.0	1.5	1.6
	新興国	*3	2.8	3.3	3.3	3.3	2.7	3.1	3.2	3.2
	米国		1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	2.4	1.8	1.9
	ユーロ圏		1.4	1.3	1.0	1.2	1.5	1.8	1.2	1.2
	日本	*5	0.8	0.6	0.5	0.7	0.5	0.8	0.7	0.7
	中国		1.8	2.6	2.7	2.6	1.6	2.1	2.4	2.2
政策金利 (%)	米国	*6	2.50	2.50	2.25	2.25	1.50	2.50	2.25	1.75
	ユーロ圏	*6	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	2.50	2.50	2.40	2.40	2.80	2.70	2.50	2.10
	インド		6.25	5.75	5.50	5.50	6.00	6.50	5.50	5.50
	インドネシア		6.00	6.00	5.75	5.25	4.25	6.00	5.25	4.50
	ブラジル		6.50	6.50	6.50	6.50	7.00	6.50	6.50	6.50
	メキシコ		8.25	8.25	8.00	7.75	7.25	8.25	7.75	6.75
	ロシア		7.75	7.50	7.25	7.00	7.75	7.75	7.00	6.50
	トルコ		25.50	23.86	22.00	20.00	12.75	24.06	20.00	18.00
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.41	2.01	2.20	2.20	2.41	2.68	2.20	2.00
	ドイツ		-0.07	-0.33	-0.20	-0.20	0.43	0.24	-0.20	-0.30
	日本		-0.08	-0.16	-0.15	-0.15	0.05	0.00	-0.15	-0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,834	2,942	2,970	2,980	2,674	2,507	2,980	3,120
	ユーロ300		1,492	1,514	1,540	1,550	1,530	1,331	1,550	1,630
	TOPIX		1,592	1,551	1,610	1,660	1,818	1,494	1,660	1,730
	MSCI EM (\$)		1,058	1,055	1,080	1,090	1,158	966	1,090	1,160
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.12	1.14	1.12	1.12	1.20	1.15	1.12	1.14
	日本円/米ドル		110.9	107.9	108.0	108.0	112.7	109.7	108.0	105.0
	人民元/米ドル		6.71	6.87	6.90	6.90	6.51	6.88	6.90	6.90
	インドルピー/米ドル		69.4	69.0	70.0	70.0	63.8	69.6	70.0	70.0
	インドネシアルピア/米ドル		14,248	14,120	14,200	14,200	13,588	14,417	14,200	14,200
	ブラジルレアル/米ドル		3.9	3.9	4.0	4.0	3.3	3.9	4.0	4.0
	メキシコペソ/米ドル		19.4	19.2	19.0	19.0	19.7	19.7	19.0	19.0
	ロシアルーブル/米ドル		65.3	63.3	65.0	65.0	57.7	69.6	65.0	63.0
トルコリラ/米ドル		5.6	5.8	6.4	6.8	3.8	5.3	6.8	7.4	

(注) 1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は7日物レポレート期中平均値(小数点以下第2位を四捨五入)、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものは実績値を優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント





# 米国

## 先行き不確実性の高まりによる成長抑制リスクに注意

### 2019年7-9月期の利下げを予想

2018年の実質GDP成長率が+2.9%と高成長を記録した米国経済だが、2019-2020年の成長ペースは緩やかに減速するだろう。減税などの財政措置による景気押し上げ効果の剥落に加え、設備投資/GDP比は既に高水準で、一段の設備投資加速は見込みがたい。加えて、足もとで増す通商摩擦・世界経済の不確実性が設備投資の重石になるだろう。一方で、雇用・所得環境は底堅く推移している。株価の大幅かつ持続的な下落が生じない限り、個人消費の急減速は回避できよう。以上を勘案すると、緩やかな成長減速が基本シナリオとなる。

このような経済見通しの下で、関税引き上げ等の外的要因によるインフレ率の上昇があったとしても、インフレ期待の高まりには結び付きにくいだろう。基調的なインフレ率は横這い圏内の推移になると見込む。

米連邦準備制度理事会（FRB）は6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）において、今後の情報を「注視」して「適切に行動」とし、金融市場の年内利下げ観測は一段と高まった。インフレ上昇圧力が弱い中、先行き不確実性の高まりに対応する形で、2019年7-9月期には「予防的」利下げを決定すると見込む。緩やかな成長減速の下で2020年に入ると足もとで堅調な労働市場の改善にも陰りが見えてくるであろうことから、2020年にも数回の利下げが行われるだろう。その間、FRBのバランスシート縮小停止、インフレ率のインフレ目標対比での上振れ許容など、金融緩和バイアスに繋がる措置の決定も予想される。

こうしたFRBの緩和スタンスは当面のリスク資産価格の支えになると見られるものの、実体経済を浮揚させるには力不足と考えられる。

### 政策不確実性は高止まり

2019年後半は財政政策・通商政策等に関する政治リスクが実体経済に影響を及ぼし得る。9月末までに歳出上限の引き上げがなされなければ、実質連邦政府支出は2019年後半から減額を余儀なくされるとの予測を米議会予算局（CBO）は示している。また、10月頃までに債務上限引き上げないし上限凍結がなされなければ、一時的な債務不履行リスクが高まる。現状では共和党・民主党が一定の妥協をする可能性が高いと思われるものの、2020年の大統領・議会選挙を控えており、不確実性が高まる局面が来る可能性もある。

そして、米中通商摩擦、中国企業に対する規制適用、さらには日米・米欧通商交渉も重要な転換点を迎えることになろう。当面、不確実性が高止まりし続けよう。

#### 米国経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	2.2	2.9	2.5	1.7
個人消費	2.5	2.6	2.5	2.1
住宅投資	3.3	-0.3	-1.9	2.1
設備投資	5.3	6.9	2.9	0.8
政府支出	-0.1	1.5	1.6	1.1
純輸出（寄与度）	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2
消費者物価	2.1	2.4	1.8	1.9
同コア	1.8	2.1	2.2	2.1
経常収支（GDP比）	-2.3	-2.4	-2.4	-2.3
失業率	4.4	3.9	3.8	4.1
FF誘導目標上限	1.50	2.50	2.25	1.75

\* 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

図1：中国・米国の製造業景況感

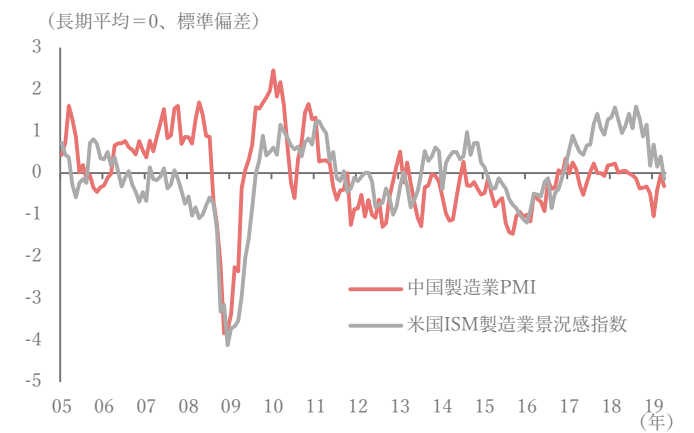


図2：パートタイマー比率と賃金上昇率

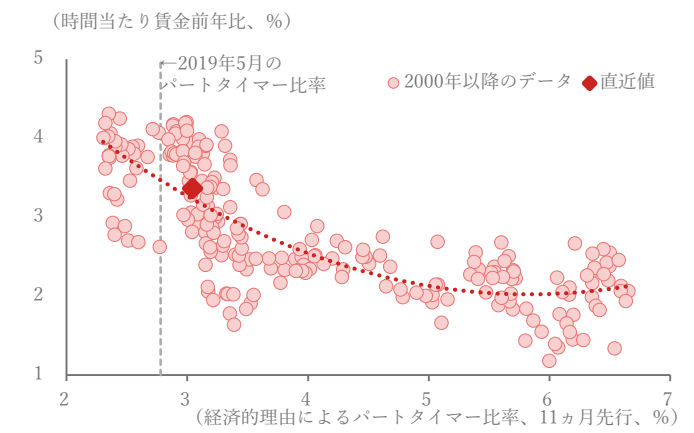


図3：インフレ率とインフレ期待

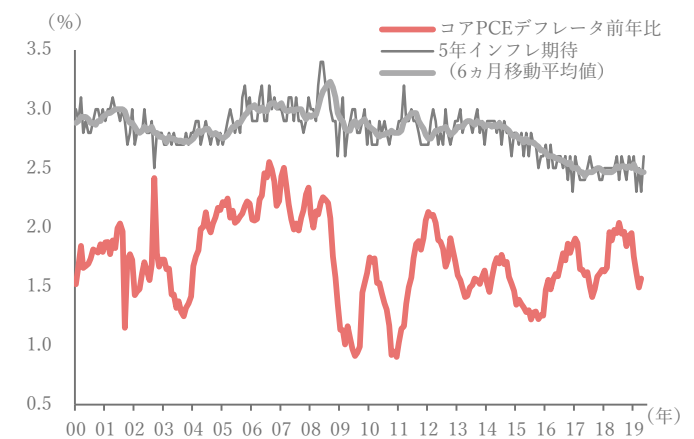


図4：CBOによる実質政府支出予測

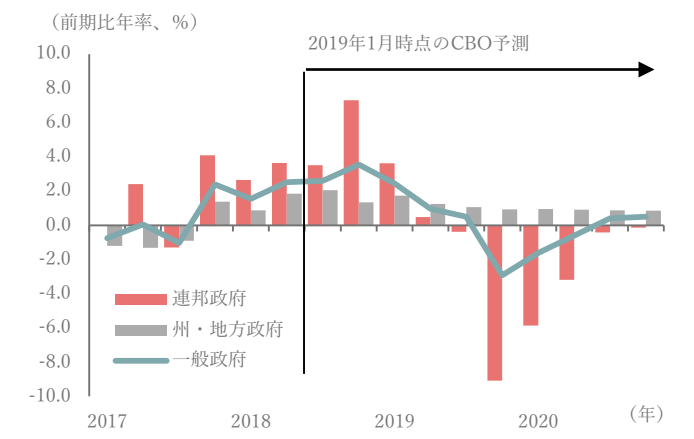


図5：過去の利下げ開始前後の製造業景況感

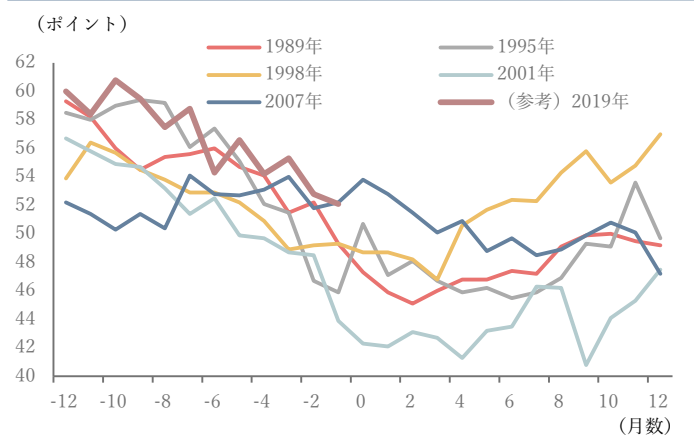
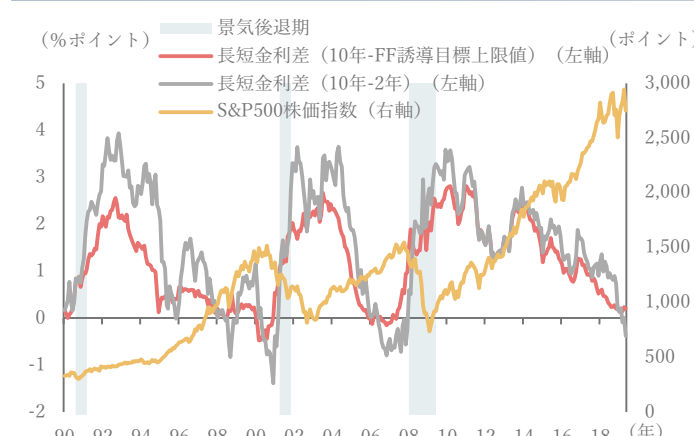


図6：長短金利差と株価



出所

- 図1：IHS Markit、CEIC
- 図2：CEIC
- 図3：CEIC
- 図4：米議会予算局 (CBO)
- 図5：CEIC
- 図6：Bloomberg、全米経済研究所 (NBER)

## Box1:通商摩擦による米国経済への影響

5月上旬、米国のトランプ大統領は2,000億米ドル相当の中国からの輸入に対する関税率を10%から25%に引き上げると発表した。これは米中通商摩擦において一定の妥協が図られると見ていた金融市場参加者の多くにとっては予想外の出来事となった。さらに、米商務省は、米政府の許可なく米国企業から部品の供給を受けることができない「エンティティリスト」に中国通信機器大手企業を追加するなど、米中通商摩擦の帰趨は不透明感を増している。

こうした米中通商摩擦激化の実体経済に与える影響としては主として、貿易量の減少を通じた直接的な影響に加え、関税賦課によって経済的な効率性を損なうことによる損失などが考えられる。ニューヨーク連邦準備銀行は後者に焦点を当て、米国の消費者が関税によってどの程度の負担増になったか試算を示している。例えば100米ドルの商品を10%の関税率である中国から輸入すると110米ドルとなるが、10米ドルは米国の関税収入となって家計に還元される可能性がある。他方、関税がかからない他国から109米ドルで購入できる場合、輸入者のコストは9米ドル上がることとなり、それを相殺する関税収入もない。この場合、関税によって他の割高な商品を輸入することで、効率性の低下が生じる。関税率が高くなるほど、こうした効率性の低下は深刻になる。ニューヨーク連銀は、効率性低下による家計の負担増は、2018年の関税ではGDP比0.1%程度だが、2,000億米ドルに対する15%ポイント

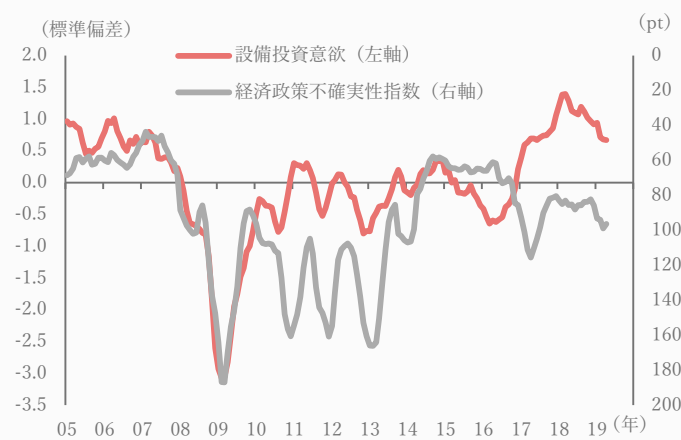
の関税率上乗せではGDP比0.4%程度になるとの推計を示している。

このような貿易を通じた経路に加えて、米中関係の先行きに確たる見通しが持ちにくいこと自体が経済の重石となり得るだろう。特に注意しておきたいのが、不確実性の高まりによる企業の設備投資意欲の低下だ。地区連銀や全米独立企業連盟（NFIB）の調査から合成した設備投資意欲は、経済政策不確実性指数の上昇局面では低下するといった関係性が見られる。

元来、通商摩擦激化の懸念がなかったとしても、米国の設備投資を取り巻く環境が明るかった訳ではない。米国の設備投資/GDP比は既に金融危機前の水準を上回り、ここ数四半期はほぼ横這いで推移している。加えて、減税効果の剥落等により、米国経済の成長ペースは鈍化するであろうという見方が優勢である中、企業の成長期待も下がりやすい。このように、「下向き」傾向となりそうな環境下で、通商摩擦の激化という不確実性の上昇が負のショックとして加わることになる。そうであれば、経済の基調が底堅い場合と比較して、不確実性による影響が大きくなるリスクも考慮しておくべきだろう。

以上のように、通商摩擦による米国経済への影響はいくつかの経路が考えられるが、特に大きな景気下押し要因になり得るのが不確実性の高まりによる設備投資先送りの可能性であろう。

図1：中国・米国の製造業景況感指数



出所

図1：Economic Policy Uncertainty、CEIC

図2：CEIC

図2：米国の設備投資/GDP比







# ユーロ圏

## 金融政策は再び緩和方向へ、政治リスクの波及に注意

景気持ち直しの動きは長続きせず、先行きは緩やかな減速を想定

ユーロ圏経済は2019年初以降やや持ち直しの動きを見せているものの、こうした状況は長続きせず、先行きは緩やかな減速基調を辿るだろう。米国の保護主義的な通商政策や英国の欧州連合（EU）離脱を巡る不確実性が煽る中、ユーロ圏製造業の景況感には改善の動きに乏しい。サービス業や建設業などは相対的に堅調な推移を続けており、これが足元の労働市場や個人消費を下支えしている。しかし、域内外における不確実性が引き続き懸念される中で、製造業の不調はいずれ他のセクターへ波及する可能性が高いと見るべきだろう。

このような見通しの下、インフレ率の上昇は限定的なものに留まろう。ユーロ圏の景気が再び減速基調へ戻ることで、失業率の低下や賃金上昇率の高まりなど、労働市場の引き締まりに伴うインフレ率の上昇圧力が大きく顕在化しない状況が想定される。

欧州中央銀行（ECB）は6月の理事会で、政策金利に係るフォワードガイダンスの期間延長及び貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTROⅢ）の利用条件を発表すると同時に、金融政策スタンスを緩和方向へ転換する可能性を示唆した。さらに、ECBドラギ総裁は6月の講演において、政策金利の引き下げや資産買入プログラム（APP）のネット買入再開を含む緩和策の実施について「今後数週間以内に」検討すると踏み込んだ発言をしている。

ECBは、域内外における不確実性の高止まりや金融市場のインフレ期待の低迷、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げへの転換に伴うユーロ高圧力への懸念などを背景に、金融緩和に踏み切るだろう。ECBは2019年7-9月期中銀預金金利の引き下げを決定するとともに、その後もAPPのネット買入再開をはじめとする金融緩和余地を模索すると予想される。

## 政治リスクが煽る、当該国以外への波及にも注意

欧州の政治情勢は、経済のダウンサイドリスクとして煽り続けている。英国のEU離脱期限は2019年10月末まで延期されたものの、保守党党首を辞任したメイ首相の後任として有力視されているジョンソン氏が「合意なき離脱」を辞さない姿勢を示すなど、依然として予断を許さない状況だ。また、欧州委員会は昨年見送ったイタリアに対する過剰財政赤字是正手続き（EDP）の勧告を行った。これに伴い、イタリアのポピュリスト政権とEUの対立が先鋭化する公算が高まっており、金融市場への影響に注視が必要だ。

政治リスクが顕在化する場合、当該国の实体经济への波及に加えて、域内他国への影響にも注意を払う必要がある。成長率の水準やECBによる資産買入の有無等の要因を鑑みると、2018年と比較して負のショックが波及する可能性は高まっていると考えられよう。

ユーロ圏経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	2.5	1.9	1.4	1.0
個人消費	1.8	1.3	1.4	1.0
住宅・設備投資	3.0	3.3	3.3	0.1
政府消費	1.3	1.0	1.4	1.4
純輸出（寄与度）	0.8	0.1	0.0	0.3
消費者物価	1.5	1.8	1.2	1.2
同コア	1.0	1.0	1.1	1.1
経常収支（GDP比）	3.2	2.9	3.2	3.7
失業率	9.1	8.2	7.8	8.1
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50

\*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

図1：製造業景況感指数の推移

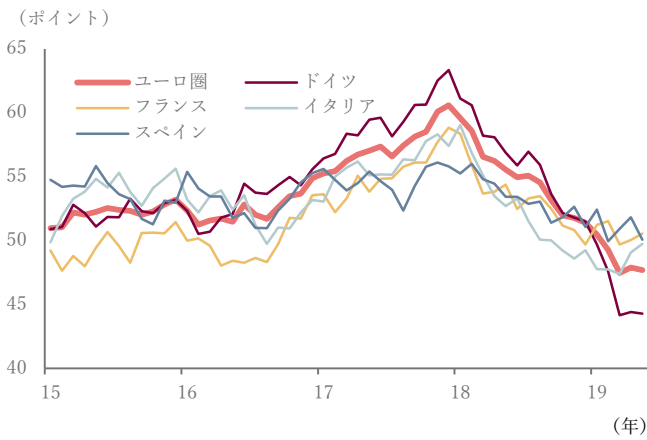


図2：ユーロ圏の実質交渉賃金と個人消費の推移

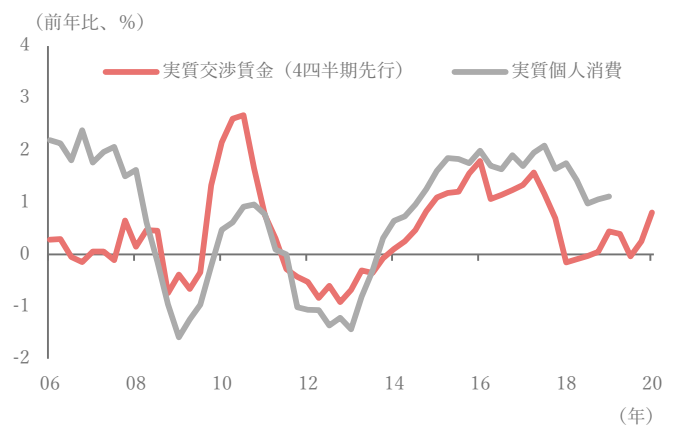


図3：ユーロ圏のインフレ期待の推移

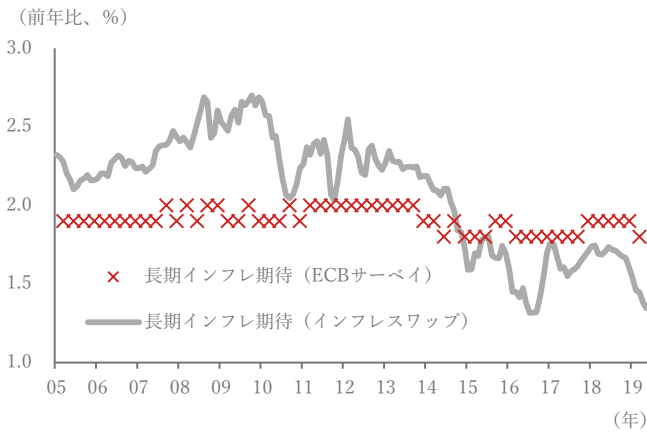


図4：英国の購買担当者景気指数（PMI）の推移

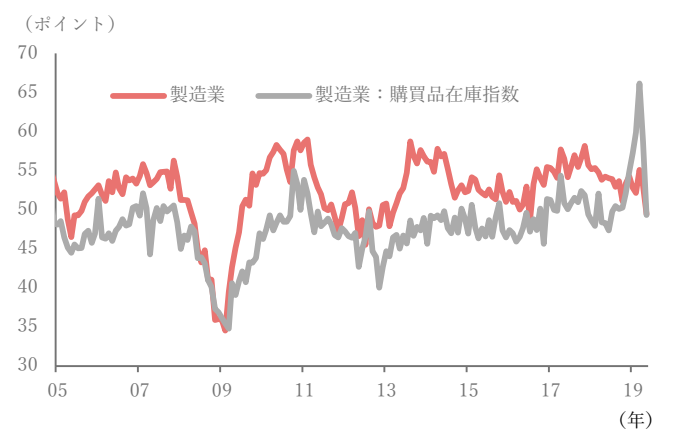


図5：伊銀行の信用基準変化と伊国債スプレッド

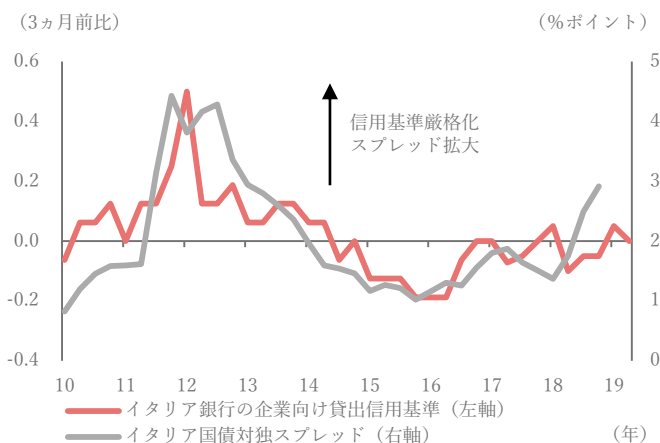
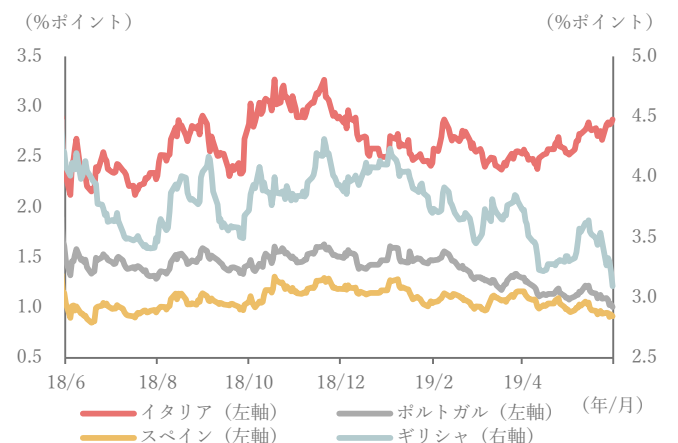


図6：南欧諸国10年国債の対独スプレッド



出所

- 図1：IHS Markit
- 図2：CEIC
- 図3：Bloomberg、CEIC
- 図4：IHS Markit
- 図5：CEIC、Bloomberg
- 図6：Bloomberg

## Box2: 欧州議会選挙の結果と注目点

2019年5月下旬に、5年に一度の欧州議会選挙が実施された。1979年に現在の形での選挙が開始されて以降、欧州議会選挙の投票率は一貫して低下傾向を辿っていたが、今回選挙の投票率は50%強まで改善し、初めて前回の投票率を上回った。例年と比較して関心が集まった今回の選挙とその影響については、以下3つの注目点があったと考えられる。

1つ目の注目点は、ポピュリスト勢力の躍進が強く懸念されていたことだ。欧州議会は日本の国会等とは異なり法案提出権を有しておらず、ポピュリスト政党が多くの議席を獲得することは、欧州連合（EU）の政策方針転換を必ずしも意味しない。他方で、欧州議会におけるポピュリスト勢力の拡大は、欧州政治における合意形成をこれまで以上に困難にするとの懸念が高まっていたことも事実だ。加えて、イタリアの現ポピュリスト連立政権で副首相を務めるサルベニ氏が、各国の右派ポピュリスト政党間での連携を呼びかけたことなども、ポピュリスト勢力の影響力増大に繋がりと警戒感を高めていた。

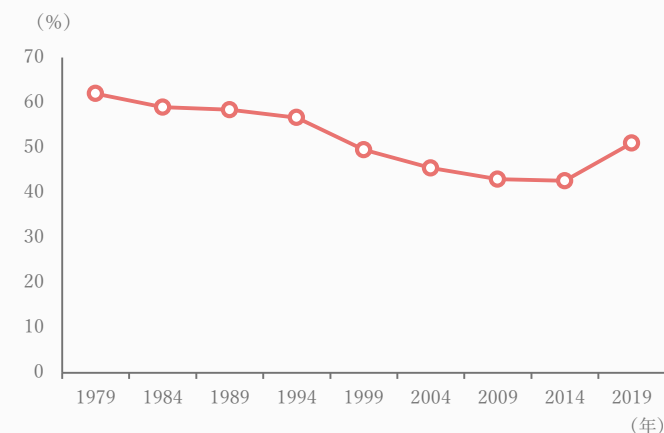
しかしながら、今回明らかになった選挙結果は、ポピュリスト勢力全体での支持拡大が、事前に懸念されていた程のペースでは起こっていないことを示唆している。これまで一貫して過半数を維持してきた中道右派の欧州人民党（EPP）と中道左派の社会民主進歩同盟（S&D）から成る二大会派の議席シェアが今回初めて過半数割れとなったことは注目に値する。しかし、代わりに大きく得票を伸ばしたのはリベラル派の欧州

自由民主同盟（ALDE）および緑の党だ。これらの会派は、度合いこそ異なるものの基本的には親EU勢力と見なされている。一方で、ポピュリスト勢力に分類される会派の得票率は、急進左派勢力の不振などにより、前回選挙とほぼ横ばいの30%前後に留まった。こうした結果を勘案すれば、2014年の欧州議会選挙でみられたポピュリスト勢力台頭の動きは、足元でむしろ停滞しているとも言えるだろう。今回の選挙結果が、ポピュリスト勢力の台頭を通じてEUの政策方針や政治情勢に大きな影響を及ぼす可能性は低いと言えそう

だ。2つ目の注目点として、選挙後にEUの重要な政治ポストの交代が控えていることが挙げられる。今年、EUの行政トップである欧州委員長の交代に加えて、欧州中央銀行（ECB）総裁の任期満了時期も重なったことから、従来以上にトップ人事への影響が意識されていた。特に、ECB総裁の後任人事については、金融市場の注目度が高い。この背景には、ドラギ現総裁が積極的な金融緩和策によって危機を乗り切ったとの評価があり、新総裁の政策スタンスによっては、今後のECBの金融政策に少なからず影響があると見られていることが挙げられよう。

前述したように、今回の選挙では二大会派の議席が過半数を下回るなど勢力の多極化が進んだことから、重要ポストの決定プロセスは複雑かつ不確実なものとなり、決定までには長い時間を要する公算が大きい。

図1：欧州議会選挙の投票率（EU全体）推移

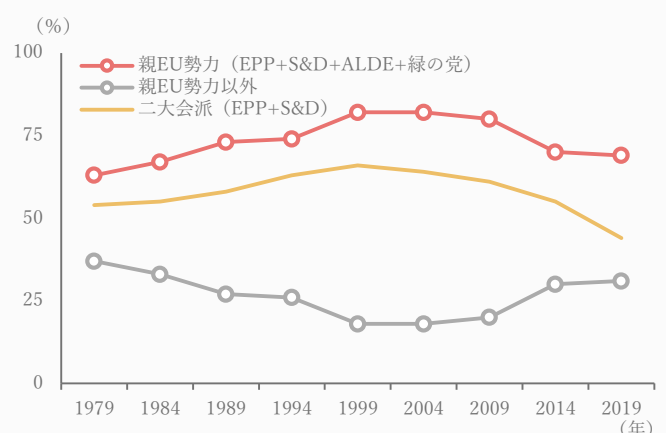


出所

図1：欧州議会資料

図2：Bruegel資料

図2：グループ別の欧州議会議席シェア推移



実際、フランスのマクロン大統領は、ドイツが欧州委員長候補として推すウェーバー氏について、その資質を疑問視するとともに、現在英国のEU離脱問題（ブレグジット）でEU側の首席交渉官を務めるバルニエ氏などを含む複数の候補者を挙げた。マクロン大統領には、自身の政党である共和国前進が所属するリベラル会派がキャスティングボートを握っているとの思惑があると見られ、今後も同様の駆け引きは続くだろう。さらに、EUの人事決定に際しては、重要ポスト間で出身国の規模や地理等に加えて、候補者の政治スタンスや性別などのバランスが重視されてきた経緯がある。従って、欧州委員長の入選は次期ECB総裁の人事に影響を及ぼす可能性が高く、こうした要因も人事決定プロセスをより複雑なものにしそうだ。仮に欧州委員長がウェーバー氏以外に決まれば、ECB総裁候補に現ドイツ連邦銀行総裁で、過去のECBの金融緩和策に批判的な主張を繰り返してきたワイトマン氏が浮上する展開も想定される。その場合には、金融市場が一時的に動揺する可能性もあるだろう。

3つ目の注目点としては、選挙結果が各国の国内政治情勢に大きな影響を及ぼし得ることが挙げられるだろう。特に英国とイタリアでは、今回の選挙結果が今後の国内政局に大きな示唆を持つ可能性がある点に注目したい。

英国では、離脱協定案が英国議会で三度否決されるな

ど、メイ首相の離脱戦略が膠着状態に陥る中、今回の欧州議会選挙結果は、ブレグジットを巡る民意を示すものとして注目されていた。現与党の保守党と最大野党の労働党が大きく議席を減らす一方で、ファラージ氏率いる離脱強硬派のブレグジット党が得票率で最大の勢力となったことは、ブレグジットの今後のシナリオを巡る不確実性を高めたといえよう。英国議会はこれまで「合意なき離脱」を複数回にわたり否決してきたものの、今回の選挙結果はこうした状況を変化させ得る。

イタリアでは、現連立政権のジュニアパートナーであるサルベニ氏率いる同盟が欧州議会選挙で躍進したことで、国内政治情勢の不安定化や、EUとの対立先鋭化が懸念される。今回の選挙結果を受け、サルベニ氏は連立政権のシニアパートナーである五つ星運動との対立姿勢を先鋭化させると同時に、EUの財政ルールに対して批判を強めている。昨年後半に同様の状況に陥った際には、コンテ首相が政権の内部分裂回避やEUとの対立緩和に動いたことによって、大きな混乱は回避された。しかしながら、今回の選挙結果により生じた連立政権内のパワーバランスの変化によって、連立政権の崩壊やEUとの対立再燃の可能性が再び意識されるだろう。特に、イタリアの財政問題を巡ってEUとの対立が深まれば、昨年回避されたEUの過剰財政赤字是正手続き（EDP）が実施される可能性もあり、金融市場への影響に注意が必要だ。

図3： ECB次期総裁候補の比較

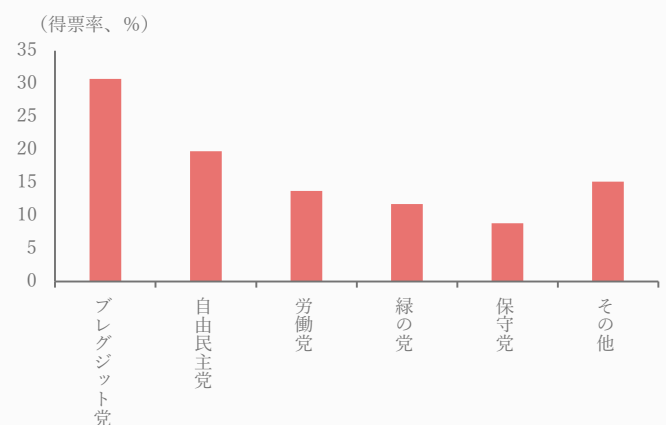
候補者	出身国	コメント
ビルロワドガロー氏	フランス	現フランス中銀総裁。欧州委員長のポストをウェーバー氏が得る場合、ビルロワドガロー氏が次期総裁となる可能性は高まる。同氏はドラギ現総裁の金融緩和路線を踏襲すると見られている。
リーカネン氏	フィンランド	フィンランド中銀総裁を退任後、同国財務相やEU大使、欧州委員会委員を歴任したことなどから、EU政治とのパイプの太さが評価されている。年齢がネックになるとの声もある。
レーン氏	フィンランド	現フィンランド中銀総裁。欧州委員会でも副委員長職を務め、欧州債務危機の対応で中心的な役割を果たしたことなどが評価されている。同氏はECBの金融政策の枠組みを見直す必要があると発言している。
ワイトマン氏	ドイツ	現ドイツ連邦銀行総裁。欧州委員長がウェーバー氏以外となれば、ワイトマン氏が総裁に就任する可能性は高まる。過去の金融緩和策に否定的な発言を繰り返しており、主にドイツ国外で反対の声も根強い。

出所

図3：各種資料

図4：欧州議会選挙資料

図4：英国における欧州議会選挙結果





# 日本

## 世界経済と消費増税の不確実性に直面

### 堅調な設備投資計画に先行き不確実性が波及するか注意

世界経済の先行き不確実性が高い状況の下で、日本は2019年10月の消費税率引き上げを迎える可能性がある。消費増税による家計の純負担額を相殺するほどの各種措置が講じられているものの、家計のセンチメントと個人消費が予想以上に悪化するリスクには注意しておきたい。また、2020年末にかけては消費増税とその対策と剥落等の攪乱で、個人消費の基調を判断することが難しくなるだろう。特に中小小売業等に関する消費者へのポイント還元や低所得者・子育て世帯向けプレミアム付商品券が終了する2020年後半には、こうした措置で押し上げられていた消費が失速する可能性がある。

このように、先行き不確実性が高いにもかかわらず、企業の設備投資計画は堅調だ。4-6月期の法人企業景気予測調査によれば、2019年度の経常利益は減益見込み、かつ前回調査から下方修正された一方、先行き、雇用は「不

足気味」超、設備投資は「不足」超で推移する見通しになっている。その結果、設備投資額は前年度比+9.0%と前回の-6.2%から大幅に上方修正された。ただし、不確実性の高止まりが世界経済を予想以上に下押しする場合、企業が設備投資を先送りする可能性もあり、過度な楽観はできない。

こうした中、インフレ率は政策要因等に影響を受けつつも、基調としては横這い圏内で推移しよう。さらに、金融市場参加者のリスク許容度が低下し、円高あるいは原油安が生じれば、日本銀行の2%の物価安定目標は一層遠ざかる。追加的な金利引き下げが必ずしも経済にポジティブな影響を与えない領域に達している可能性がある中、日本銀行は海外の中銀動向やそれが影響を与え得る金融市場動向を注視せざるを得ない、難しい舵取りを迫られそうだ。

### 日銀は緩和政策の一層の長期化に向かうと予想

米連邦準備制度理事会（FRB）や欧州中央銀行（ECB）の金融緩和への傾斜を受け、円高加速・インフレ率下振れへの警戒感を日銀は強めよう。このため、「当分の間、少なくとも2020年春頃まで」政策金利を維持するというフォワードガイダンスの事実上の延長は遅かれ早かれ必要になる。また、海外金利の低下局面においては、円債利回りにも低下圧力が掛かり、10年債利回りが現在のイールドカーブ・コントロールでの下限とされる-0.2%程度を下回る可能性もある。以上を勘案すると、早ければ7月の金融政策決定会合において、フォワードガイダンスを延長し、長期金利変動幅の一段の拡大許容が決定される可能性がある。さらに金融市場が不安定化していれば、ETF購入ペースを「最大10兆円程度」などとして、一時的な買入れペース加速に向かうことも考えられる。

### 日本経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	1.9	0.8	0.6	0.3
個人消費	1.1	0.4	0.4	-0.2
住宅投資	2.1	-5.8	-0.1	-4.4
設備投資	3.9	3.9	1.9	0.5
政府消費	0.3	0.8	0.8	1.1
政府投資	0.7	-3.3	0.1	3.7
純輸出（寄与度）	0.6	0.0	-0.2	0.2
消費者物価（コア）	0.5	0.8	0.7	0.7
経常収支（GDP比）	4.1	3.5	3.4	3.7
失業率	2.8	2.4	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



図1：景気動向指数（CI一致指数）の推移

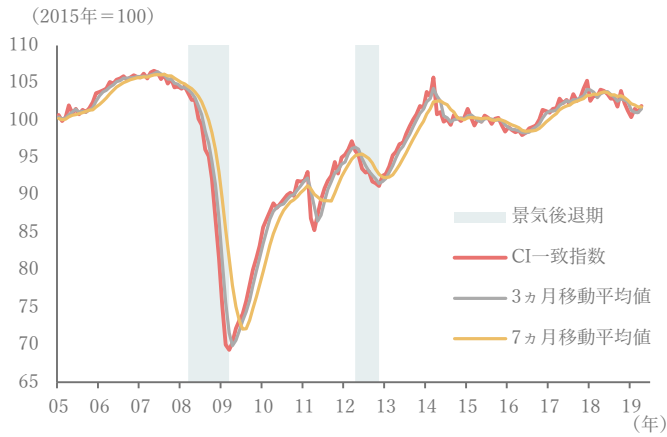


図2：賃金上昇率の推移

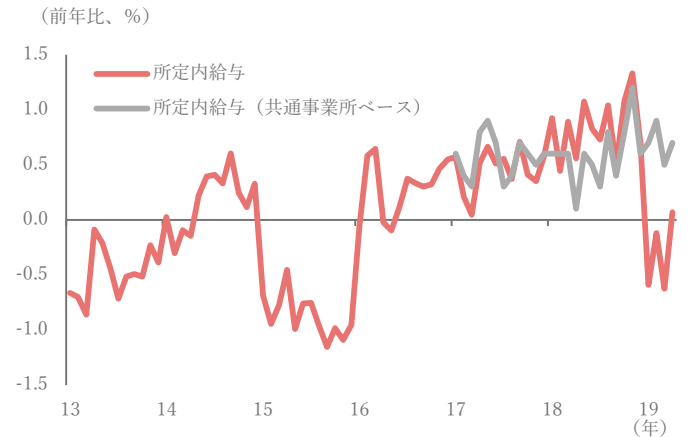


図3：設備投資計画の推移

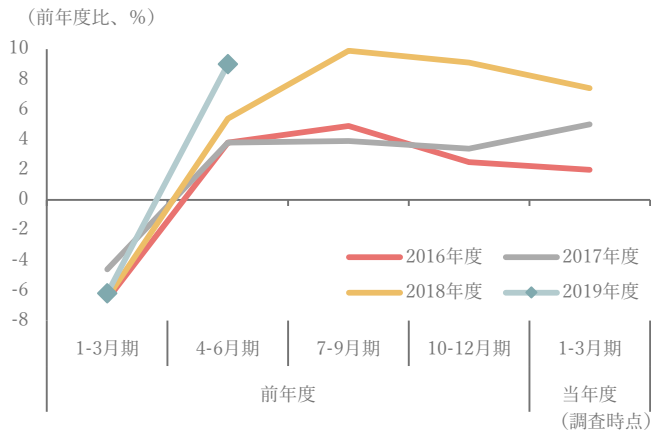


図4：グローバル景況感と実質輸出

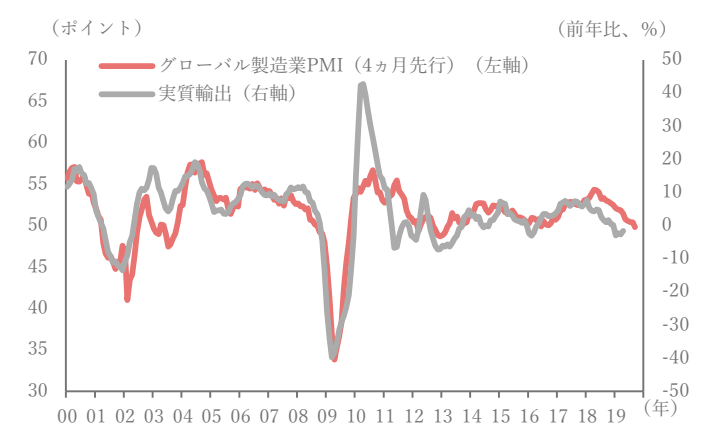


図5：政策不確実性指数

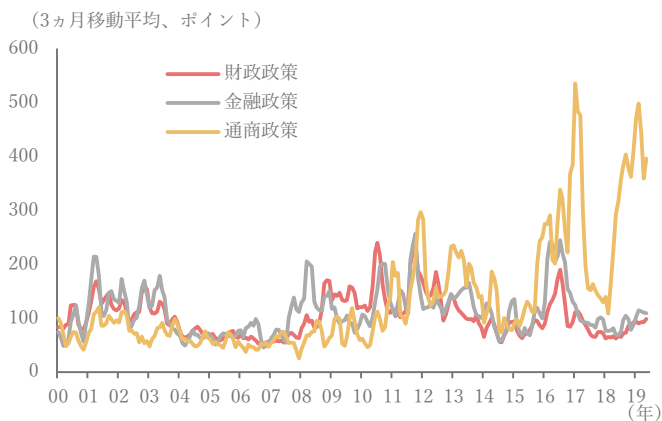


図6：消費増税・各種対策の個人消費への影響

	2019年			2020年			
	4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月
消費税	駆け込み		引き上げ	やや反動			
教育無償化			幼児教育	大学			
ポイント還元			実施期間		反動減?		
プレミアム付き商品券			使用可能期間		反動減?		
個人消費への影響	+	++	---	++	+	-	--

出所

図1：CEIC、内閣府

図2：CEIC、厚生労働省

図3：財務省

図4：IHS Markit、CEIC

図5：Elif C. Arbatli, Steven J. Davis, Arata Ito, Naoko Miake, and Ikuo Saito, "Policy Uncertainty in Japan," Working paper, April 2017

図6：財務省資料

# 中国

## 景気安定化の兆しが見られるが、下振れリスクは残る

### 景気安定化の兆しが見られる一方、通商交渉の不透明感が重石に

中国経済は2018年以降減速が続いたが、2019年に入り底入れの兆しが見られた。景気減速の主因となった(1)金融・財政リスク抑制に向けた政策引き締めと(2)米中貿易摩擦等に起因する外需減速のうち、前者の政策状況が緩和に転換したためだ。政府はすでに2018年後半に、政策の重点を構造改革から景気下支えに移し、財政・金融政策を緩和した。こうした効果が遅れを伴いながらも実体経済に波及してきたと見られる。さらに、政府は3月の全人代において、地方特別目的債の発行加速や個人・企業向けの減税策、金融環境の緩和を通じて景気を支える方針を示した。これらの景気対策の効果が現れれば、年後半にかけて中国経済は安定化に向かうだろう。

一方、米中通商摩擦の状況はここ数ヶ月で大きく悪化した。米国は、5月に中国からの輸入

品2,000億米ドル分に対する追加関税を10%から25%に引き上げると発表した。この追加関税引き上げによる景気の直接的な下押し効果は、政策刺激策の調整によって概ね相殺することが可能だろう。政府は6月に入り、自動車販売促進策やインフラ投資の資金調達支援策を相次いで打ち出している。

しかし、米国は新たに3,000億米ドル相当に対する25%の追加関税を発動するための国内手続きも進めている。これが実際に発動されれば、過去分と合わせて中国の対米輸出のほぼ全てが追加関税の対象となる。加えて、米国は一部中国企業と米企業の取引を禁止するなど、貿易以外の分野でも緊張は高まっている。米中通商交渉を巡る不透明感、中国企業の活動に対する制裁の可能性は、投資など企業活動の重石となろう。

### 米中通商交渉の行方によっては二番底の可能性も

中国景気の先行きにとっては、米中通商交渉の行方が重要だ。対米輸出の全てに追加関税が課されれば、中国景気が二番底に陥るリスクは高まる。政府は財政・金融政策の一段の緩和によって、関税引き上げによる悪影響の相殺に努めると見られるが、すでに緩和的な政策を調整する余地は限られるだろう。また、米中の対立が深刻化・長期化すれば、中国を中心とするサプライチェーンの見直しが進み、投資下振れや海外企業の撤退を促す可能性がある。この場合、雇用や消費にも影響が生じるだろう。

米中通商交渉が継続する中では、人民元は足元のレンジ圏内での推移が続くと見られる。一方、交渉が決裂し全ての対米輸出に追加関税が課されれば、当局は人民元の下落を容認する可能性もある。

#### 中国経済見通し

	2017	2018	2019	2020
			予測	予測
実質GDP	6.8	6.6	6.2	6.0
小売売上	10.5	9.1	8.2	7.9
固定資本投資	7.2	5.9	5.8	5.7
輸出	7.9	9.9	-0.1	0.6
輸入	16.1	15.8	-0.5	0.6
消費者物価	1.6	2.1	2.4	2.2
同コア	2.2	1.9	1.8	1.7
経常収支 (GDP比)	1.6	0.4	0.5	0.3
社会融資総量	16.4	12.4	11.4	10.5
7日物レポレート	2.8	2.7	2.5	2.1

\*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

図1：産業別のGDP成長率寄与度

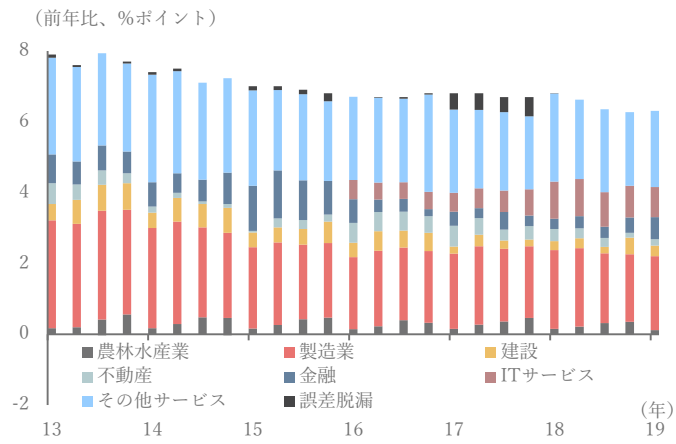


図2：製造業・購買担当者景気指数（PMI）

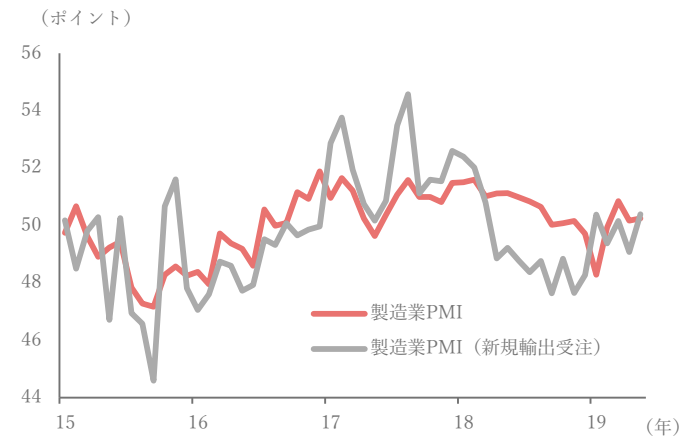


図3：セクター別の固定資本投資

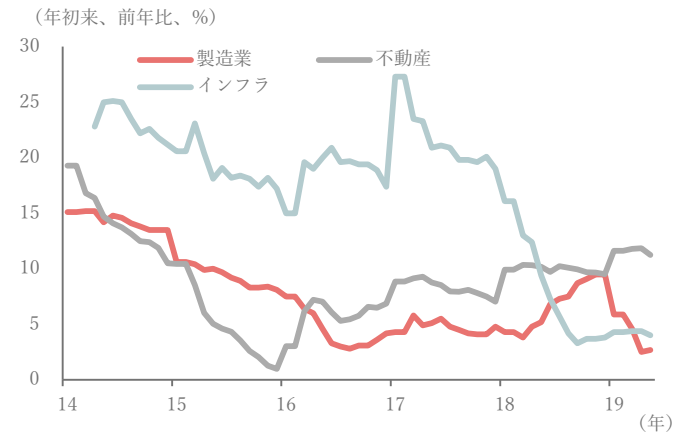


図4：社会融資総量

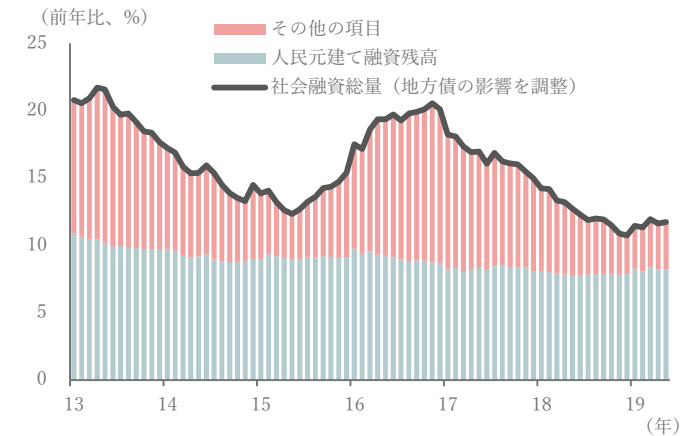


図5：銀行間市場金利

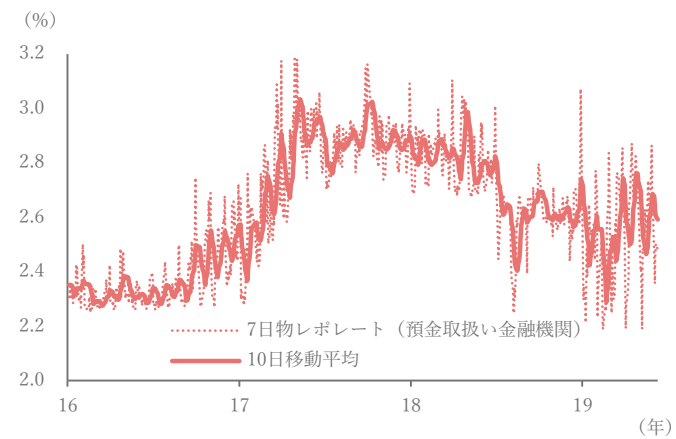
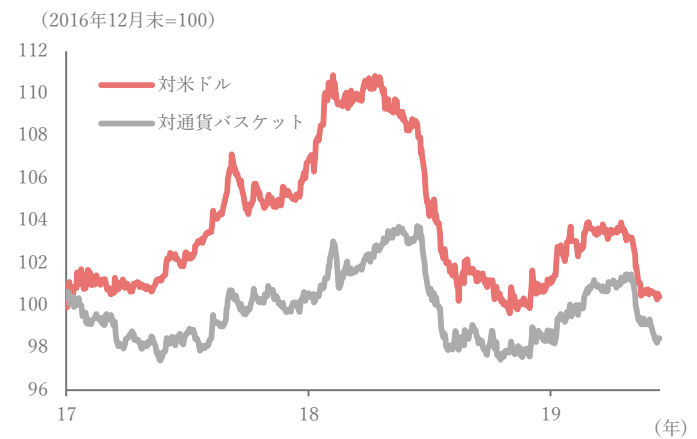


図6：人民元の推移



出所

- 図1：CEIC
- 図2：IHS Markit
- 図3：CEIC
- 図4：CEIC
- 図5：Bloomberg
- 図6：Bloomberg

# 新興国

## 外需の影響や金融緩和の余地は国によって大きく異なる

### 新興国の景気安定化は、米中通商摩擦の動向にも左右される

2018年末にかけて、新興国の成長率は金融環境引き締めなどを背景に潜在成長率を下回る水準まで鈍化した。2019年初も新興国の景気減速は続いたが、(1)中国景気の底入れ期待と(2)米国の金融引き締め姿勢転換によって外部環境が好転する中、新興国景気は安定化に向かっている。しかし、外部環境好転を契機とする新興国の景気安定化は、米中通商摩擦の動向に左右される。足元では懸念が再燃しており、新興国経済には下振れリスクが生じている。

米中の通商交渉が決裂し、米国が中国からの輸入全てに25%の関税を課せば、中国景気の下振れリスクは高まる。中国を中心とするサプライチェーンに組み込まれているアジア諸国や、中国依存度の高い新興国は一段の景気下押し圧力にさらされるだろう。

米中の通商摩擦が深刻化するなかでは、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行う確度は高まるだろう。しかし、米中通商摩擦懸念がリスクオフを誘発すれば、新興国からの資本流出圧力も強まる可能性がある。この場合、FRBが利下げしても新興国が金融政策を緩和する余地は狭まるだろう。

外部環境の与える影響が異なることから、新興国間の景況感格差は拡大しやすい。米中通商交渉決裂による追加的ショックがなかった場合でも、外需環境は引き続き景気の重石になると見られる。経済の対外開放度が高い国に比べ、インドやブラジルは外需の影響を受けにくいだろう。また、金融緩和の余地は、昨年通貨防衛や資本流出圧力緩和のために金融引き締めを余儀なくされた経常赤字国に偏在している。すでに低金利の経常黒字国では利下げ余地は限定的だ。

### 政治動向は引き続き注視が必要

各国の政治動向も注視が必要だ。インドネシアとインドでは、5年ぶりの総選挙で現政権が勝利した。両国の政権は過去5年で構造改革を進めてきた実績があり、経済政策への不確実性は低下した。一方トルコでは、三大都市の選挙でいずれも与党が敗北した。また、ロシア製ミサイル防衛システム購入をめぐる米国との対立も強まっており、政治的不透明感は極めて高い。メキシコでは、不法移民対策をめぐるトランプ大統領が制裁関税を表明した。その後、米国との合意に至り当面の関税賦課は免れたものの、将来的な関税引き上げの可能性が完全に消えたわけではない。通商関係を巡る不確実性の高まりは、中期的な投資資金の流入を妨げよう。ブラジルでは、財政再建に必要な年金改革法案審議の行方が注目される。

#### 新興国経済見通し

		2017	2018	2019	2020
				予測	予測
実質GDP (前年比、%)	インド	6.3	7.4	7.0	7.3
	インドネシア	5.1	5.2	5.1	5.2
	ブラジル	1.1	1.1	0.9	1.9
	メキシコ	2.0	2.0	1.3	1.5
	ロシア	1.5	2.3	1.3	1.7
	トルコ	6.7	2.6	-1.8	1.4
消費者物価 (前年比、%)	インド	3.3	3.9	3.4	3.8
	インドネシア	3.8	3.2	3.3	3.5
	ブラジル	3.4	3.7	3.8	4.1
	メキシコ	6.0	4.9	3.8	3.4
	ロシア	3.7	2.9	4.7	3.9
	トルコ	11.1	16.3	18.4	14.4
経常収支 (GDP比、%)	インド	-1.5	-2.4	-2.5	-2.2
	インドネシア	-1.6	-3.1	-2.5	-2.4
	ブラジル	-0.4	-0.8	-1.3	-1.6
	メキシコ	-1.7	-1.8	-1.6	-1.8
	ロシア	2.1	7.2	5.4	4.4
	トルコ	-5.6	-3.8	-1.6	-2.7

(出所) 野村アセットマネジメント

図1：新興国経済活動指数



図3：新興国の実質金利

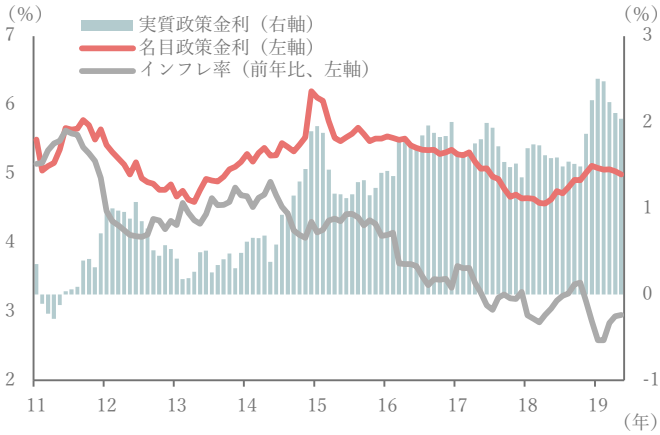


図5：新興国への資金フロー



出所

- 図1：国際金融協会 (IIF)
- 図2：IHS Markit
- 図3：Bloomberg
- 図4：Bloomberg
- 図5：IIF
- 図6：国際決済銀行 (BIS)

図2：製造業PMIヒートマップ

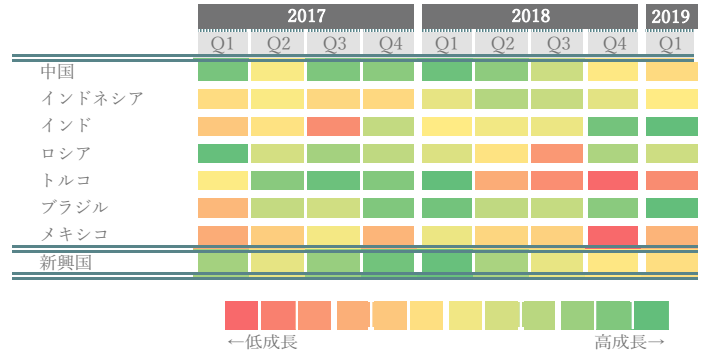


図4：新興国政策金利水準（標準化）の比較

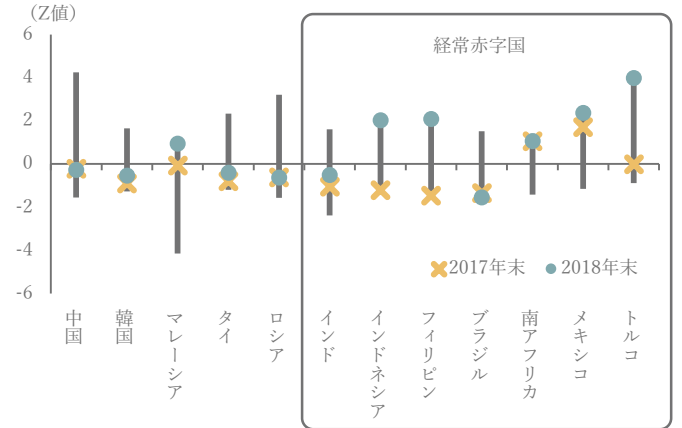
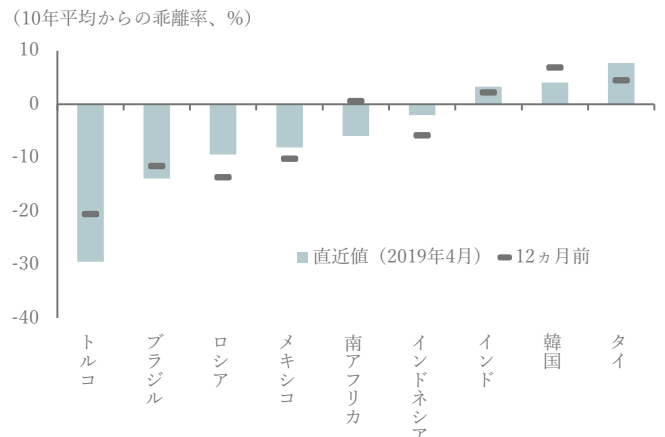


図6：新興国の実質実効為替レート





## Box3: 新興国間で広がる政策対応余地の格差

通商摩擦を巡る不確実性などを背景に新興国景気の下振れリスクが高まっている。新興国の政策は総じて金融緩和・財政拡張の方向に向かっているが、景気下支えのための金融・財政面の政策余地は、それぞれ新興国毎に大きく異なっている。

金融政策の面では、主に高金利国で緩和余地が大きい。インフレ率とGDPを説明変数とするテイラー・ルールが示唆する政策金利水準は、メキシコ、南アフリカ、インドネシアなどで足元の政策金利を下回っている。高金利国の大半は経常赤字国であり、昨年米国が利上げを進める中で、通貨防衛や資本流出圧力緩和のための金融引き締めを余儀なくされた。そのため、国内のインフレや景気が示唆するよりも政策金利は高水準に維持されている。しかし、米国が金融政策スタンスを緩和方向に転換するに伴い、これらの国でも金融政策を緩和に転換する余地が生まれている。実際、インドやロシアではすでに利下げが行われた。インフレ圧力が抑制されていることから追加利下げの可能性も高い。一方、台湾、タイなど低金利国では、利下げの余地は限定的だ。これらの国の中銀は低金利の長期化に伴う家計債務の積み上がりなど金融不安定化のリスクも懸念している。

財政政策の面では、ロシアやアジア諸国で支出拡大の余地が大きい。GDP比で見た政府債務を一定に維持するのに必要な基礎的財政収支を計算し、2018年の実績と比べると、ロシア、韓国、フィリピンなどでは保守的な財政運営がなされていたことがわかる。これらの国では、GDP比での政府債務増加を招かずに現在よりも財政を拡大する余地がある。一方、トルコやブラジルなどでは財政を引き締めない限り、政府債務は拡大してしまう。もちろん、足元の政府債務の水準など個別の財政事情は大きく異なる。しかし、足元の政府債務の軌道が拡大基調にあるか縮小基調にあるかは重要だ。景気減速時に、債務が拡大基調にあるトルコやブラジルが一段の財政拡大に動けば、格下げのリスクが高まり、資金流出や調達コスト増などの悪影響が生じることが懸念される。

政策余地の差を踏まえれば、今後新興国間の景況感格差は広がりやすいだろう。加えて、国内の政治状況も重要だ。政治的不透明感の高まりにより資本流出圧力が強まれば、金融緩和の余地は狭まる。また、政権の議会運営能力が財政政策の柔軟性に大きな影響を与えるだろう。

図1：新興国の金融緩和の余地

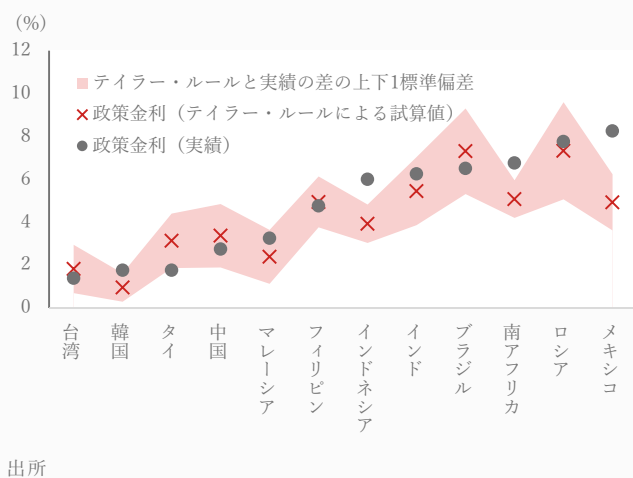
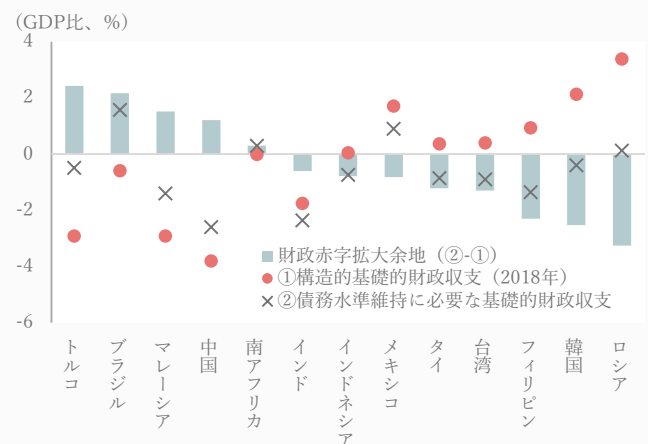


図1：Bloomberg、Oxford Economics  
図2：IMF

図2：新興国の財政刺激の余地



# 債券・クレジット市場

主要国の金融緩和を織り込み、債券利回りは低下へ

金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が景気減速や通商摩擦激化に対応するため利下げを行うという見方が急速に広まっている。それ以前から米10年国債利回りは低下基調であったものの、2.5%の政策金利との逆転は回避されてきた。しかしその後、徐々に弱い景気指標が発表されるにつれ、10年国債利回りは2%付近、2年国債利回りはさらに下回る水準まで低下してきた。

もっとも、米国のインフレ率や雇用は利下げを必要とするほど悪化しておらず、依然として潜在成長率を上回る成長は維持できる見込みだ。そのため、当面は利下げをすとしても予防的な意味合いが強いだらう。FRBには、自らの政策対応の後れが市場の混乱を招く事態を回避したいという思惑もあろう。他方、実体経済がさほど悪化しない中で市場の期待に沿うような形で利下げを進めていくと、資産価格の大幅な上昇に繋がるリスクも高まるだろう。

米国の国債利回りが大きく低下する中、新興国でもインフレ率が低位に留まっていることから、新興国債券利回りのスプレッドは若干拡大する程度に留まっている。ただし、トルコ国内でクレジットリスクが悪化するなど、一部の地域の資産ではやや不安定な動きも見られている。

図1：米国の利下げ織り込みと10年国債利回り

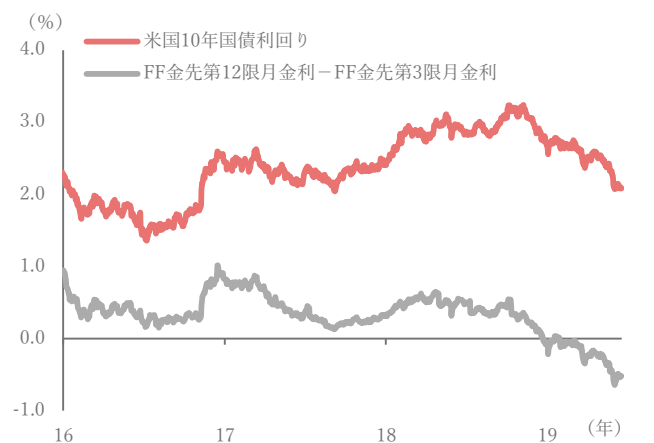
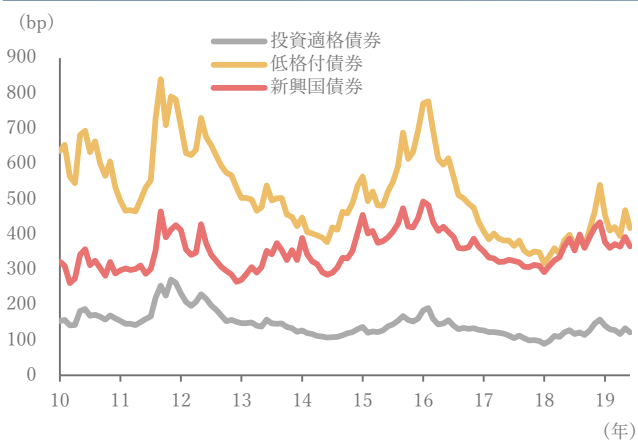


図2：米国の銀行貸出態度と金融環境指数



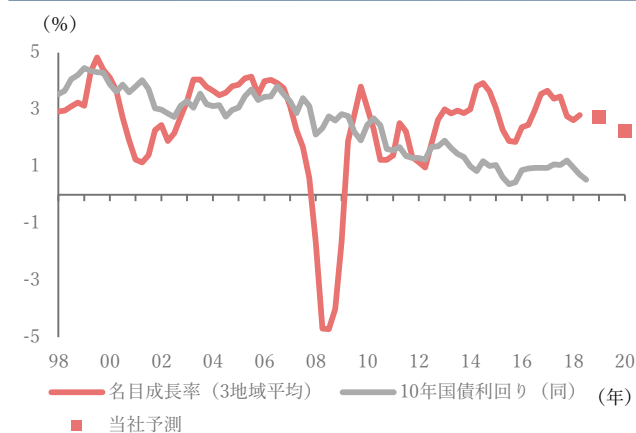
図3：新興国および社債の対米国債スプレッド



出所

図1：Bloomberg  
図2：Bloomberg  
図3：Bloomberg  
図4：Oxford Economics

図4：米・欧・日の成長率と10年債利回り



# 株式市場

## 企業業績の下方修正が進む一方、金融緩和期待で株価は下支え

昨年末の調整から世界株式市場は再び上昇に転じたが、持続的な上昇相場は未だ見込み難く、当面はレンジ相場となるだろう。米S&P500種企業全体の業績予想は、賃金上昇率の高まりなどによる利益率の縮小を背景に年初から継続的な下方修正がされてきた。7-9月期の利益予想は、2期続けて前年同期比でマイナスとなる見込みだ。一方、年間では市場のコンセンサスは依然プラス3%程度の利益成長を見ていることから、いずれ切り下げられていく公算が高い。

日本企業の増益率も米国同様に、やや軟化が目立ってきている。背景には、売上の伸びの鈍化に加えて、人件費など固定費負担の増加がある。さらに、日本企業はグローバル景気に依存した製造業の構成比が高い点で、米中間の通商リスクに起因したマインドや業績の悪化が懸念される。

米連邦準備制度理事会（FRB）の金融緩和姿勢が強まると、世界株式には株価の下支え効果が期待できるだろう。しかし、日本株は米日間の金利差の縮小を通して円高圧力がかかり、相対的に伸びが弱まるリスクもある。業績の安定感や、株主還元姿勢により株価パフォーマンスに格差がつこう。

図1：各市場の株式指数の推移

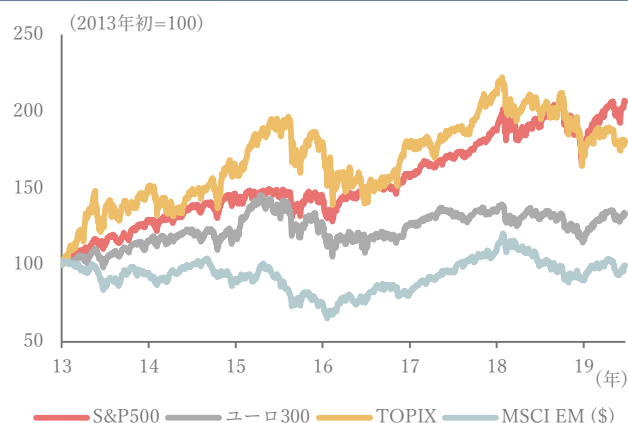


図2：各市場の企業利益見通し

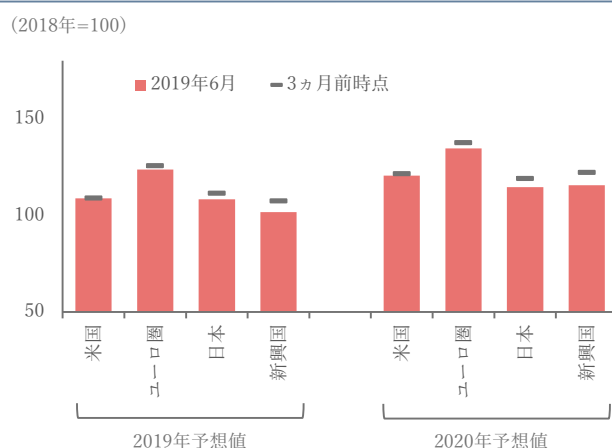


図3：今後の景気局面とファクター効果

	逆循環 ←	通常の循環 →
世界株式	+	+
バリュー	+	+
グロース	+	+
大型	+	+
中小型	+	+
配当利回り	+	+
価格モメンタム	+	+
クオリティ	+	+
最小分散	+	+
新興国（米ドル）	+	+

図4：世界の景況感とバリュエーション



出所

図1：Bloomberg

図2：Bloomberg、野村アセットマネジメント

図3：MSCI Barra、OECD、野村アセットマネジメント

図4：IHS Markit、Factset

# 為替市場

金利水準が高い米国も、金利差が縮小すると通貨安になる可能性も

世界的に金利低下が進みながらも、為替レートは年初来狭いレンジで推移している。米国では金融市場が利下げを織り込む中で短期金利が一段低下したものの、米ドルは他の主要通貨に対して小幅に低下する程度に留まっている。背景には、米国とその他の国・地域の金利差が縮小しても、米金利の水準は依然として相対的に高水準にあることが挙げられるだろう。また、景気減速が続くユーロ圏やカナダ、豪州等の中央銀行も緩和姿勢を強めた結果、米国とその他の国の金融政策の格差はさほど変化していない。米国の景況感足元悪化してきているものの、米ドルは他の主要通貨に対し方向感の乏しい推移をするだろう。

ただし米国の利下げが連続して行われ、他国・地域との金利差が僅かになると、米ドル安が進む可能性が高まるだろう。欧州中央銀行（ECB）や日本銀行も追加緩和姿勢を示唆しているが、米国に比べると政策の余地は小さい。実際に、2016年などでは米国・ユーロ間の市場金利差の縮小が、ユーロ高・米ドル安に繋がった局面も見られた。ユーロ圏や日本では、相対的に自国・地域の通貨が強まると外需の低迷に繋がるリスクもあることから、米国の連続的な利下げには注意が必要だ。

図1：主要3通貨の推移

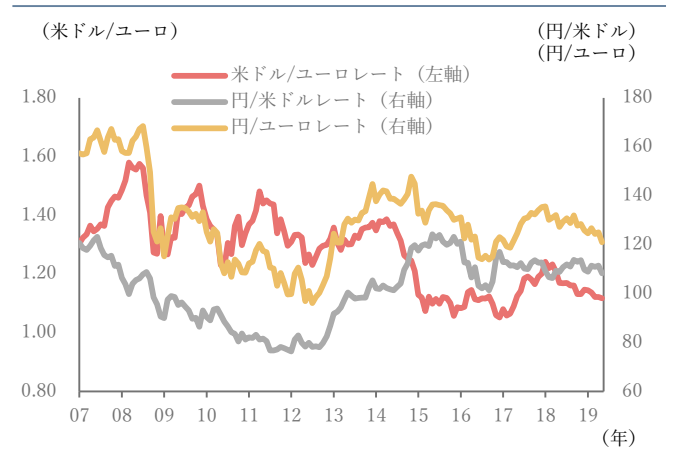
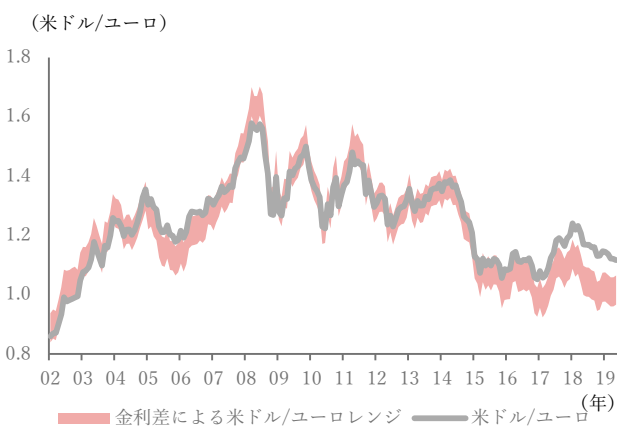


図2：米ドル指数と主要国の金利水準



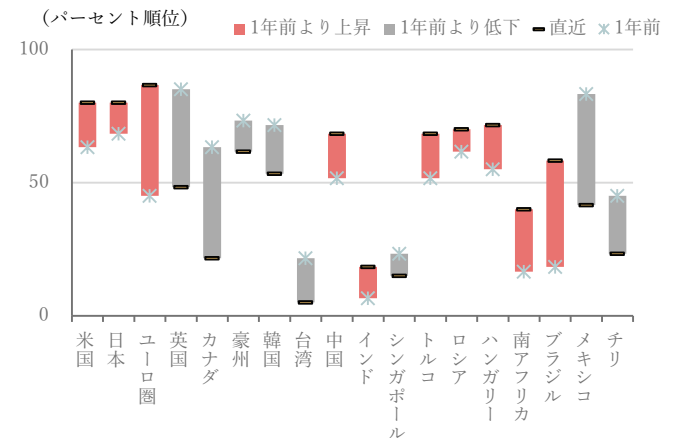
図3：金利差と米ドル/ユーロレンジの推移



出所

- 図1：Bloomberg
- 図2：Bloomberg
- 図3：Bloomberg
- 図4：Bloomberg

図4：過去5年間の各通貨の相対的位置



## 米国経済見通し

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
		予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP	3.1	2.0	1.7	1.7	1.8	1.8	1.5	1.6	2.2	2.9	2.5	1.7
個人消費	1.3	3.1	2.1	2.3	2.0	2.0	1.8	2.0	2.5	2.6	2.5	2.1
住宅投資	-3.5	-0.1	2.7	2.0	2.0	3.3	1.3	1.3	3.3	-0.3	-1.9	2.1
設備投資	2.3	1.6	1.1	1.0	0.3	0.8	0.7	1.0	5.3	6.9	2.9	0.8
政府支出	2.5	1.9	1.4	0.6	1.2	0.9	0.9	0.9	-0.1	1.5	1.6	1.1
純輸出（寄与度）	1.0	-0.2	-0.3	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.3	-0.2	-0.1	-0.2
消費者物価	1.6	1.8	1.8	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.1	2.4	1.8	1.9
同コア	2.1	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	1.8	2.1	2.2	2.1
経常収支（GDP比）	-2.5	-2.3	-2.4	-2.4	-2.4	-2.3	-2.3	-2.3	-2.3	-2.4	-2.4	-2.3
失業率	3.9	3.7	3.8	3.8	3.9	4.1	4.2	4.1	4.4	3.9	3.8	4.1
FF誘導目標上限	2.50	2.50	2.25	2.25	2.00	2.00	1.75	1.75	1.50	2.50	2.25	1.75

\* 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

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
		予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP	1.6	1.8	1.5	1.2	0.8	0.7	0.6	0.5	2.5	1.9	1.4	1.0
個人消費	2.1	1.5	1.5	1.2	0.9	0.9	0.8	0.7	1.8	1.3	1.4	1.0
住宅・設備投資	4.5	1.5	1.0	0.7	0.0	-0.2	-0.8	-1.3	3.0	3.3	3.3	0.1
政府消費	0.3	2.0	2.0	2.0	1.0	1.0	1.4	1.4	1.3	1.0	1.4	1.4
純輸出（寄与度）	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.2	0.3	0.4	0.8	0.1	0.0	0.3
消費者物価	1.4	1.3	1.0	1.2	1.4	1.2	1.2	1.1	1.5	1.8	1.2	1.2
同コア	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.1	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
経常収支（GDP比）	2.2	3.4	3.5	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7	3.2	2.9	3.2	3.7
失業率	7.8	7.7	7.8	8.0	8.0	8.0	8.2	8.4	9.1	8.2	7.8	8.1
中銀預金金利	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50

\* 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

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測				
実質GDP	2.2	-0.2	0.9	-2.2	1.0	1.0	0.9	0.3	1.9	0.8	0.6	0.3
個人消費	-0.2	1.4	2.3	-5.4	0.7	0.9	0.7	0.0	1.1	0.4	0.4	-0.2
住宅投資	2.5	-1.0	-3.0	-15.0	-10.0	5.0	5.0	2.0	2.1	-5.8	-0.1	-4.4
設備投資	1.4	1.1	0.8	-0.4	0.2	0.9	0.7	0.7	3.9	3.9	1.9	0.5
政府消費	-0.4	0.4	0.9	1.0	2.0	0.8	0.7	0.5	0.3	0.8	0.8	1.1
政府投資	4.7	3.0	3.0	5.0	7.0	1.0	2.0	1.0	0.7	-3.3	0.1	3.7
純輸出（寄与度）	1.6	-1.4	-0.5	1.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.6	0.0	-0.2	0.2
消費者物価（コア）	0.8	0.6	0.5	0.7	0.8	0.8	0.7	0.4	0.5	0.8	0.7	0.7
失業率	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.8	2.4	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

	2019				2020				2017	2018	2019	2020
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測	予測				
実質GDP	6.4	6.1	6.1	6.2	6.2	6.0	6.0	5.9	6.8	6.6	6.2	6.0
小売売上	8.3	7.9	8.2	8.3	8.2	8.2	7.7	7.6	10.5	9.1	8.2	7.9
固定資本投資	6.3	5.3	5.7	5.9	6.1	5.6	5.6	5.4	7.2	5.9	5.8	5.7
輸出	1.3	-1.5	0.1	0.0	0.2	0.9	0.5	0.7	7.9	9.9	-0.1	0.6
輸入	-4.7	-1.3	1.3	2.4	0.1	0.6	0.7	0.9	16.1	15.8	-0.5	0.6
消費者物価	1.8	2.6	2.7	2.6	2.3	2.3	2.2	2.0	1.6	2.1	2.4	2.2
同コア	1.8	1.7	1.8	1.8	1.9	1.8	1.7	1.6	2.2	1.9	1.8	1.7
経常収支（GDP比）	1.9	-0.3	-0.6	1.2	-0.1	0.2	-0.1	0.8	1.6	0.4	0.5	0.3
社会融資総量	11.7	11.6	11.2	11.2	11.0	10.6	10.4	9.8	16.4	12.4	11.4	10.5
7日物レポレート	2.5	2.5	2.4	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	2.8	2.7	2.5	2.1

\*単位はいずれも％。各項目は前年比。経常収支はGDP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

# MEMO

---



---



---



---



---



---



---



---



---



---



---



---



---



---



---



---

## 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	図2：日本は消費増税の影響を考慮、米国・ユーロ圏・日本は食品・エネルギーを除く消費者物価、中国は消費者物価。
景気循環	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年分のデータを使用。
各国経済・市場見通し	株価指数につき、S&P500、ユーロ300、TOPIX、MSCI新興国（米ドル）を使用。
Box1	図1：設備投資意欲は地区連銀・NFIB調査を合成して算出。
ユーロ圏	図2：交渉賃金はHICPインフレ率で実質化している。 図3：ECBサーベイは、予測専門家による5年先予想インフレ率の平均値を表示。インフレスワップは、5年先5年物のブレイク・イーブン・スワップ・フォワードレートを表示。
日本	図3：法人企業景気予測調査に基づく。 図6：消費増税・各種対策が個人消費に与えると考えられる影響について、消費加速を「+」・減速を「-」と表示し、+・-の数が多きほど影響が大きく出るのであることを示している。
中国	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。 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に基づいて野村アセットマネジメントが計算。
新興国	図3：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。 図4：2010年1月-2018年12月における各国の政策金利水準を標準化し、その範囲を棒グラフで表記している。政策金利の変更などに伴い、ロシアは2013年9月、インドネシアは2016年4月以降のデータ。 図5：2019年3-5月のデータはIIFの推計値。
Box3	図1：2019年3月末時点。テイラー・ルールと実績の差の標準偏差は2008年3月-2019年3月のデータを用いて計算。 図2：債務水準維持に必要な基礎的財政収支は、2019-24年のIMF予想値を基に計算。
株式市場	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ファクターごとに算出。世界株式は絶対リターン、他は世界株式に対する相対リターン。リスク調整後リターンがプラスになる確率の高い局面を網がけで表示。過去の類似局面は2001年以降のデータを使用。足元の景気は反転に近い位置にあるという前提の下で、今後改善するケースを「通常循環」、再び悪化するケースを「逆循環」と記載。 図4：PERはMSCIオールカントリー構成銘柄の予想PER加重平均値。
為替市場	図2：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。 図3：金利差によるユーロドルレンジは、ユーロドル通貨をドイツと米国の2年債利回り格差で回帰した値から上下1標準偏差の範囲を取ったもの。 図4：過去5年間の月次の実質実効為替レートをパーセント順位に変換し、直近と1年前を併記したもの。

## 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 エマージング・マーケット・インデックス、MSCI オールカントリー・インデックス、MSCI ワールド・インデックス、MSCI ワールドバリューインデックス、MSCI ワールドグロースインデックス、MSCI ワールド大型株インデックス、MSCI ワールド中小型株インデックス、MSCI ワールド高配当利回りインデックス、MSCI ワールドモメンタムインデックス、MSCI ワールドクオリティインデックス、MSCI ワールド最小分散インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス
- ICE BofAML Global Corporate Index SM/®、ICE BofAML Global High Yield Index SM/®

### 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 エマージング・マーケット・インデックス」、「MSCI オールカントリー・インデックス」、「MSCI ワールド・インデックス」、「MSCI ワールドバリューインデックス」、「MSCI ワールドグロースインデックス」、「MSCI ワールド大型株インデックス」、「MSCI ワールド中小型株インデックス」、「MSCI ワールド高配当利回りインデックス」、「MSCI ワールドモメンタムインデックス」、「MSCI ワールドクオリティインデックス」、「MSCI ワールド最小分散インデックス」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。
- 「JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス」は、J.P. Morgan Securities LLCが公表しているインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- 「ICE BofAML Global Corporate Index SM/®」、「ICE BofAML Global High Yield Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- 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サーは、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7月現在

<p>ご購入時手数料 《上限4.32% (税込み)》※1</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)》※2</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>

(注) 2019年10月1日以降、消費税率が10%となった場合は、※1が4.4%（税込み）、※2が2.222%（税込み）となります。

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

### Europe

- London
- Frankfurt

### Americas

- New York
- NGA
- NCRAM (New York)
- ◆ American Century Investments®

### Japan

- Tokyo
- Wealth Square

### Middle East

- Dubai

### Asia

- Singapore
- Kuala Lumpur
- Hong Kong
- Shanghai
- Seoul
- Taiwan
- Nomura China AM (Shenzhen)

### Australia

- Sydney

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

NCRAM : Nomura Corporate Research and Asset Management Inc.

NGA : Nomura Global Alpha LLC.

# Expertise to Exceed<sup>1</sup>

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

52.8兆円



グローバルの陣容

1,432人



※1

世界第5位のETF運用残高

国内シェア 45%



※1

112兆円の  
国内公募投信市場において

マーケットシェア



首位 27.3%

運用調査関連業務従事者の  
平均経験年数

12年<sup>※2</sup>



(出所) 野村アセットマネジメント。2018年9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: 2018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