

投資環境見通し

2019年秋号

野村アセットマネジメント

3 グローバル環境

基本シナリオは「緩やかな減速」

5 リスクシナリオ

リスクバランスは「下向き」

6 景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

7 各国経済・市場見通し

8 米国

消費・労働市場への悪影響波及を警戒

9 ユーロ圏

減速基調が続く中、ダウンサイドリスクの顕在化に注意

10 日本

外需の支えが期待薄の中で消費増税に耐えられるか

11 中国

通商摩擦が激化する中、政府は景気刺激策を強める

12 新興国

金融緩和によって景気回復に向かうが、緩慢なペースに留まる

13 Box1: 次の景気後退のきっかけを考える

14 Box2: 消費増税の影響

15 Box3: 通商摩擦と人民元政策

17 債券・クレジット市場

米国債利回りは短期間で反発したものの、利下げの見通しは継続

18 株式市場

企業業績が伸び悩む一方、金融政策や先行指標の改善に期待が高まる

19 為替市場

世界的な利下げ局面で、金利水準の高さから米ドル高が継続

グローバル環境

基本シナリオは「緩やかな減速」

「不確実性」が重石になる一方、雇用・所得環境と緩和的な政策が支えに

現状：外需と内需の乖離

世界経済は製造業・外需に総じて弱さが見られるものの、サービス業・内需は堅調に推移している。米国の通商政策や中国経済を巡る不透明感が製造業・外需の重石となる一方、雇用・所得環境は堅調に推移しており、内需の底堅さに繋がっている模様だ。一方、労働需給の引き締まりにも拘らず、インフレ率は概ね横這い圏で推移し、インフレ期待も低位に抑制されている。

経済見通しの前提：高止まりする不確実性

米国の通商政策を巡る不確実性は一段と高まった。当社は、米国が発表済みの関税についてはアナウンス通りに引き上げを実行するものの、新たな税率引き上げは回避するとの前提を置いて経済見通しを構築している。2020年11月の米国大統領選挙を控え、景気減速が顕著になれば、トランプ大統領が米中間の対立を緩和させるなど一時的な「ディール」を模索する誘因が高まる可能性がある。一方、中国は自国の政策調整で対応可能な成長鈍化に留まるのであれば、トランプ政権との拙速な「ディール」には慎重になるだろう。逆に、選挙対策として一段とトランプ大統領が強硬なスタンスを採ることも考えられる。

経済見通し：「緩やかな減速」継続

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、期待成長率は高まりにくく、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、主要国・地域の雇用・所得環境と個人消費の間の好循環は当面維持されるだろう。更に景気減速懸念が高まれば、金融・財政政策による景気刺激策が議論される

と考えられる。このため、世界経済は緩やかな減速にとどまり、景気底割れは回避すると見込む。経済成長のパスとしては、2019年末にかけて関税引き上げ前の駆け込み的な貿易・在庫積み増し・支出が起こり、その反動減が2020年前半に生じるというシナリオを描くことができよう。その中で政策対応が出ることで、その後はやや持ち直すと考えられる。

物価見通し：横這い圏の推移

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ないと予想する。インフレ率に大きく影響する要素のうち、需給ギャップは「緩やかな減速」シナリオの下で改善が続くとは考えにくい。また、通商摩擦による関税引き上げ合戦は財価格の一時的な上昇に繋がり得る一方で、景況感の低下等も招くだろう。このため、一時的な財価格上昇は、持続的なインフレ期待上昇に繋がりにくいだろう。

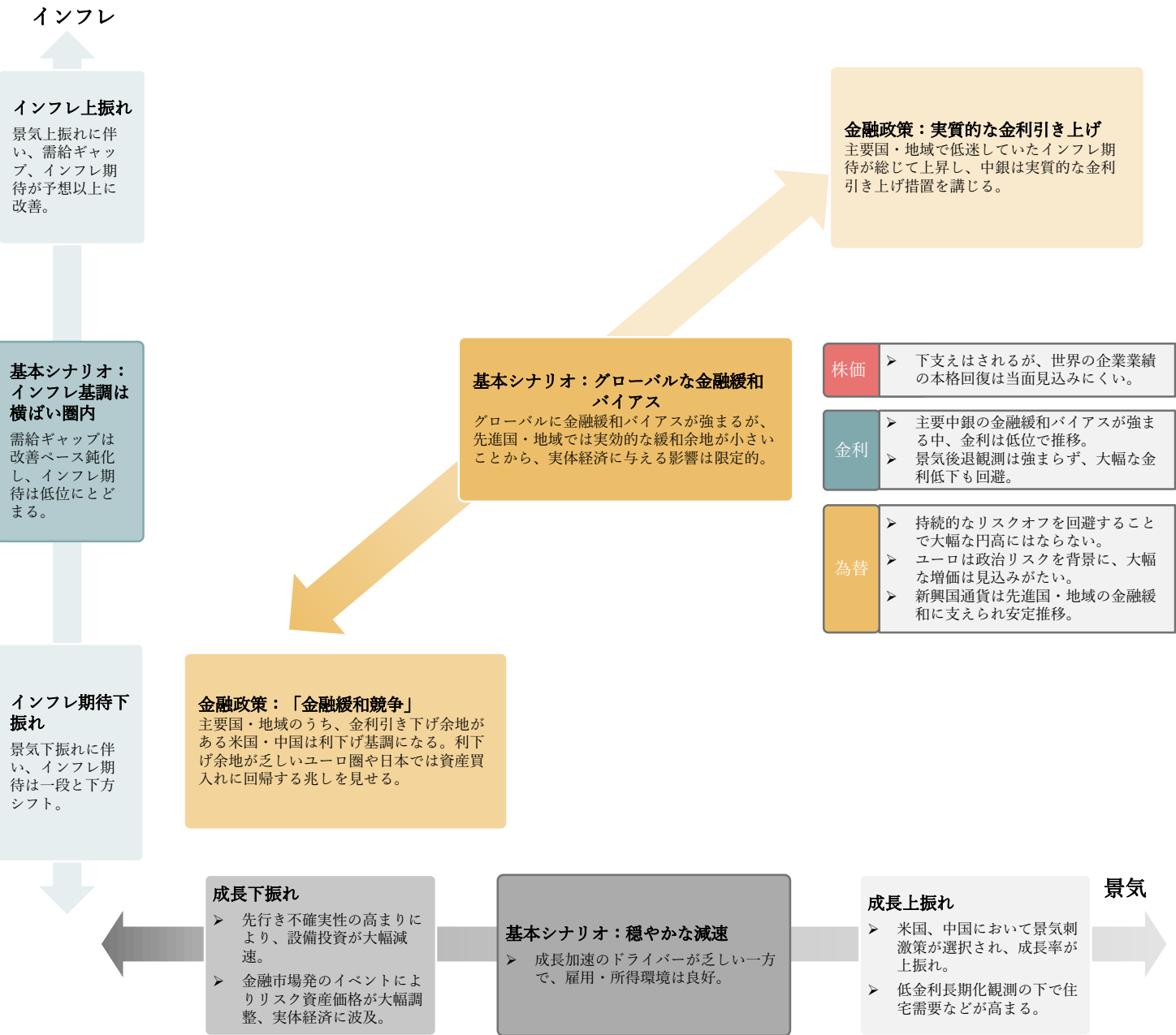
金融政策見通し：緩和バイアスが強まる

世界経済の減速、そしてインフレ率・インフレ期待の低迷に加えて、先行きの経済・物価の下振れ懸念が高まる下で、主要中銀は金融緩和バイアスを強めるだろう。しかし、既に金利は低位にあり、低失業の下で追加的な金利押し下げが実体経済に与える影響は限定的と考えられる。他方で、緩和的な金融環境が醸成されると、リスク資産価格を支え、それが個人消費にプラスの影響を与える可能性はある。米連邦準備制度理事会（FRB）は、特に経済に弱さが見られるであろう2020年前半にかけて追加的に数回の利下げを行うだろう。欧州中央銀行（ECB）は9月の金融緩和パッケージ決定により、当面はその効果を見極める局面に入るだろう。

経済見通しの前提

	ダウンサイド	基本シナリオ	アップサイド
通商政策	緊張激化 - 米国が中国からの輸入全てに25%以上の関税を賦課。一部中国企業に対する規制を強化。 - 自動車輸入関税導入を決定。	現状維持 - 米中間では公表済みの関税賦課は実行しそれを当面維持する。 - 自動車輸入関税導入は先送り。	緊張緩和 - 中国が米国から農産物を大量購入するなどで一定の歩み寄りが生じ、これまで引き上げた関税を一部撤回。 - 自動車輸入関税を公式に断念。
財政政策	財政支出下振れ 7月に米議会は2年間の歳出拡大で合意。このリスクは大幅後退。	景気下支え程度の財政政策 - 米国で大統領選挙前にインフラ投資、減税等を決定するのは難しい。 - 中国・日本は景気底割れを回避する程度の限定的財政措置。	強力な財政政策 - 米国のインフラ投資、減税等を決定。 - 中国が想定以上の財政刺激を実施。 - ドイツが財政拡張に動く。

経済見通しの基本シナリオ・リスクシナリオと想定される金融市場の動き



リスクシナリオ

リスクバランスは「下向き」

アップサイドリスク

基本シナリオに対するアップサイドリスクシナリオとしては、①米国・中国が歩み寄りを見せることで通商摩擦が和らぎ、金融市場におけるリスクセンチメントが改善し、実体経済が浮揚される、②通商摩擦の一段の激化がない中でも米国あるいは中国が基本シナリオよりも積極的な財政・金融緩和に向かい、それによって成長率が上振れる、などが考えられる。

ダウンサイドリスク

基本シナリオに対するダウンサイドリスクシナリオとしては、①先行き不確実性の高まりが基本シナリオで想定する以上の設備投資減速に繋がり、世界貿易量を一段と押し下げ、さらにそれが設備投資減速に繋がるという悪循環に入る、②金融市場においてリスク資産価格の大幅な調整が生じ、それがセンチメントを押し下げ、逆資産効果も働くことで実体経済に悪影響を与える、などが考えられる。

リスクバランス

通商摩擦がなかったとしても、米国では財政拡張効果の剥落や循環的な設備投資加速局面の終焉等を、中国では安定成長局面への移行等を背景に、世界経済は緩やかな減速基調となっていたと考えられる。そこに加わったのが通商摩擦等による先行き不確実性であり、これは暫定的な通商合意が成立しても容易に払拭されるものではない。こうした点を勘案すれば、ダウンサイドリスクの方が大きいと判断される。

図1：経済サプライズ指数

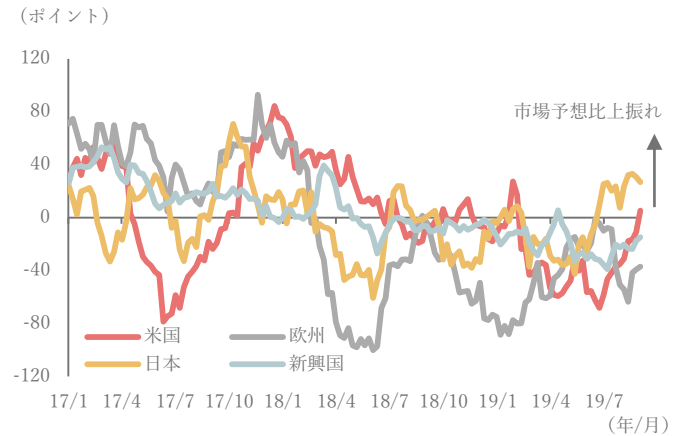


図2：経済政策不確実性指数

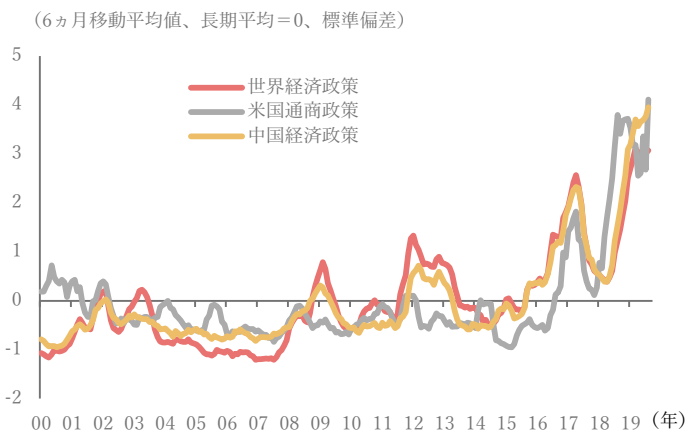
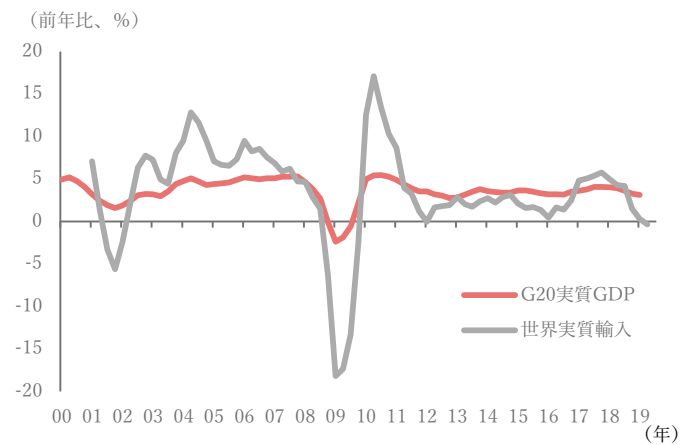


図3：世界経済と世界貿易量



出所

図1：Bloomberg

図2：Economic Policy Uncertainty

図3：OECD、オランダ経済政策分析局

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）は、昨年から停滞局面が続いている。速報値ベースでは2018年4月に停滞局面に入り、今年7月までで16ヵ月連続となった。過去には2008年の金融危機では21ヵ月、2015年の新興国の経済危機では17ヵ月続いたが、それらと匹敵する長さになってきた。

しかし今回の停滞局面はこれまでと異なり、実体経済がしっかりしている点が特徴的だ。主要国の雇用環境が堅調な状態を維持しているなど、実体経済面での不安は小さい。一方、景況感の悪化のほうで、実体経済の下支え効果よりも大きなインパクトとなって表れているといえるだろう。

循環的にはリスク資産が優位だが

停滞局面が過去の平均的な期間に近づいたという点だけでなく、先行性の高い中国の景気循環が回復局面に転じた点などからも、世界景気の改善の可能性は高まってきているといえる。こうした局面では、リスク資産が優位になりやすい傾向がある。

8月には米欧独それぞれで10年債利回りが政策金利を下回る逆イールドが生じたが、その後はリスク資産が強含む展開となった。特に9月の欧州中央銀行（ECB）理事会では、金融市場に配慮する形で積極的な金融緩和策が決定されたことが株式市場に好感された。

他方、米中間の通商問題が金融市場に与えるリスクは今後も残り続けるだろう。これまでも貿易戦争の緊張と緩和が繰り返され、リスク資産は安定しない動きを続けてきた。こうした状況が長引くと、実体経済も景況感と同様に弱まるリスクがある。

出所
図1：OECD
図2：OECD
図3：OECD、Bloomberg

図1：OECDのCLI

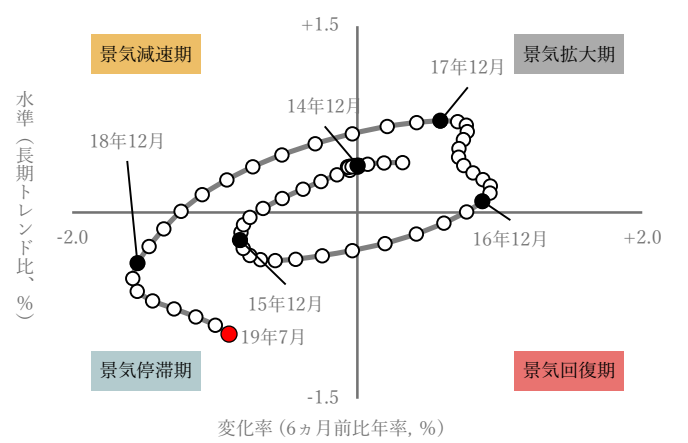


図2：各国の景気循環上の位置

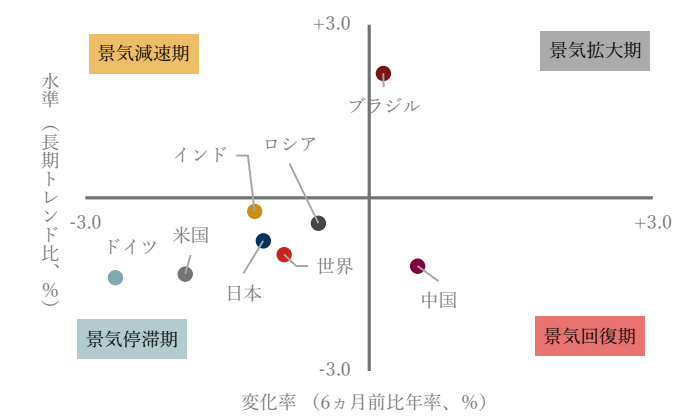
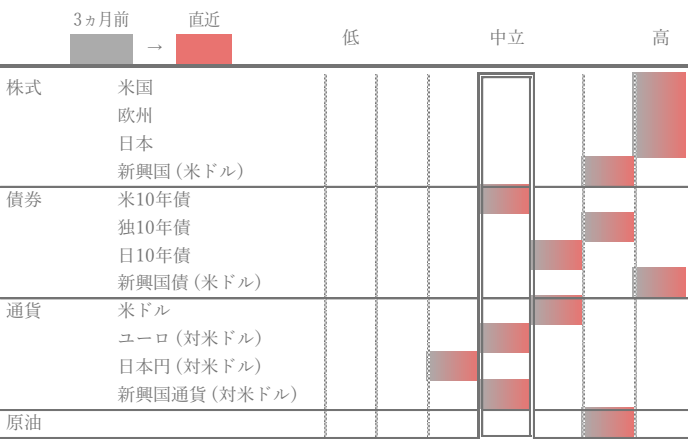


図3：定量的に算出した資産別魅力度



注
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。

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
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.8	2.7	2.6	2.8	3.4	3.3	2.7	2.4
	先進国	*2	2.4	1.5	1.4	1.2	2.4	2.2	1.7	1.2
	新興国	*1,*3	4.3	4.3	4.3	4.5	5.3	5.1	4.4	4.5
	米国		3.1	2.0	1.9	2.1	2.4	2.9	2.3	1.5
	ユーロ圏		1.7	0.8	1.1	1.1	2.6	1.9	1.2	0.9
	日本		2.2	1.3	0.7	-2.5	1.9	0.8	0.9	0.2
	中国	*1	6.4	6.2	6.1	6.0	6.8	6.6	6.2	5.8
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.0	2.2	2.0	2.2	2.1	2.4	2.1	2.3
	先進国	*2	1.4	1.6	1.4	1.7	1.8	2.0	1.5	1.7
	新興国	*3	2.8	3.3	3.1	3.1	2.7	3.1	3.1	3.2
	米国		1.6	1.8	1.7	2.1	2.1	2.4	1.8	2.0
	ユーロ圏		1.4	1.4	0.9	1.1	1.5	1.8	1.2	1.3
	日本	*5	0.8	0.8	0.6	0.8	0.5	0.8	0.7	0.8
	中国		1.8	2.6	2.8	2.6	1.6	2.1	2.5	2.4
政策金利 (%)	米国	*6	2.50	2.50	2.00	2.00	1.50	2.50	2.00	1.25
	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	...	...	4.20	4.00	...	...	4.00	3.85
	インド		6.25	5.75	5.40	5.00	6.00	6.50	5.00	5.00
	インドネシア		6.00	6.00	5.25	4.75	4.25	6.00	4.75	4.50
	ブラジル		6.50	6.50	5.50	5.00	7.00	6.50	5.00	6.00
	メキシコ		8.25	8.25	7.75	7.25	7.25	8.25	7.25	6.50
	ロシア		7.75	7.50	7.00	6.75	7.75	7.75	6.75	6.25
	トルコ		25.50	23.86	16.31	15.00	12.75	24.06	15.00	15.00
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.41	2.01	1.66	1.80	2.41	2.68	1.80	1.80
	ドイツ		-0.07	-0.33	-0.57	-0.70	0.43	0.24	-0.70	-0.60
	日本		-0.08	-0.16	-0.21	-0.20	0.05	0.00	-0.20	-0.20
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,834	2,942	2,977	3,040	2,674	2,507	3,040	3,190
	ユーロ300		1,492	1,514	1,546	1,560	1,530	1,331	1,560	1,660
	TOPIX		1,592	1,551	1,588	1,680	1,818	1,494	1,680	1,750
	MSCI EM (\$)		1,058	1,055	1,001	1,050	1,158	966	1,050	1,110
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.12	1.14	1.09	1.10	1.20	1.15	1.10	1.12
	日本円/米ドル		110.9	107.9	108.1	105.0	112.7	109.7	105.0	105.0
	人民元/米ドル		6.71	6.87	7.15	7.30	6.51	6.88	7.30	7.40
	インドルピー/米ドル		69.4	69.0	70.6	72.0	63.8	69.6	72.0	72.0
	インドネシアルピア/米ドル		14,248	14,120	14,179	14,200	13,588	14,417	14,200	14,200
	ブラジルレアル/米ドル		3.9	3.9	4.2	4.0	3.3	3.9	4.0	4.0
	メキシコペソ/米ドル		19.4	19.2	19.7	19.5	19.7	19.7	19.5	19.0
	ロシアルーブル/米ドル		65.3	63.3	64.8	66.0	57.7	69.6	66.0	66.0
	トルコリラ/米ドル		5.6	5.8	5.7	6.2	3.8	5.3	6.2	7.2

(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1年ローンプライムレート（2019年第3四半期より）、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

消費・労働市場への悪影響波及を警戒

緩やかな成長減速を予想

米国経済は総じて、減速感が強まる製造業・外需環境と、底堅さが続く消費・労働市場という組み合わせとなっている。ISM景況感指数で見ても製造業と非製造業の乖離が大きくなってきた。足もとでは個人消費と労働・所得環境の間に好循環が存在しており、経済は緩やかな減速に留まると予想する。ただし、先行き不透明感や国外経済減速の悪影響が、これまで堅調だと見られていたセクターに波及する可能性もあることから、下振れリスクの方が大きいと判断する。最も注意すべきは、経済指標の悪化局面において金融市場のリスク回避姿勢が強まり、リスク資産価格の大幅な調整が生じた場合である。逆資産効果を通じて個人消費の減速をもたらし、景気後退入りの確度を高める可能性がある。

結果的には利下げ継続へ

8月半ば、金融市場の注目度が高い2年・10年金利が逆転した（逆イールド）。逆イールドは景気後退の先行指標となってきたことから注目されてきたが、過去は金融引き締めが行き過ぎが逆イールドと景気後退の共通要因となっていたと見られる。今回は、金融緩和に転じた中での逆イールドであり、中銀の量的緩和による長期金利押し下げ効果もあると見られることから、過去とは異なる面があることも確かだ。従って、多くの米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者は逆イールド自体を深刻なメッセージとは捉えないだろう。ただし、米連邦準備制度理事会（FRB）は予防的利下げとして、連続的利下げを否定しているが、結果的には2020年も利下げは続くだろう。当社は2020年前半に関税引き上げ前の駆け込み的な動きの反動減を見込むが、その中で追加的に数回の利下げが行われると予想する。

出所

図1：CEIC

図2：CEIC

図3：Bloomberg、全米経済研究所（NBER）

図1：ISM製造業・非製造業景況感指数

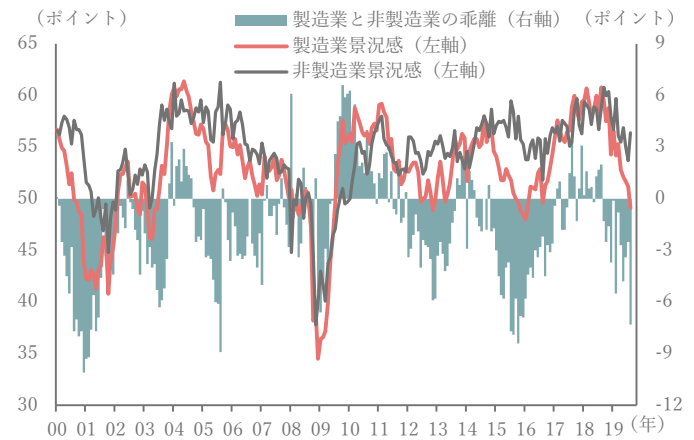


図2：非農業部門雇用者数増減

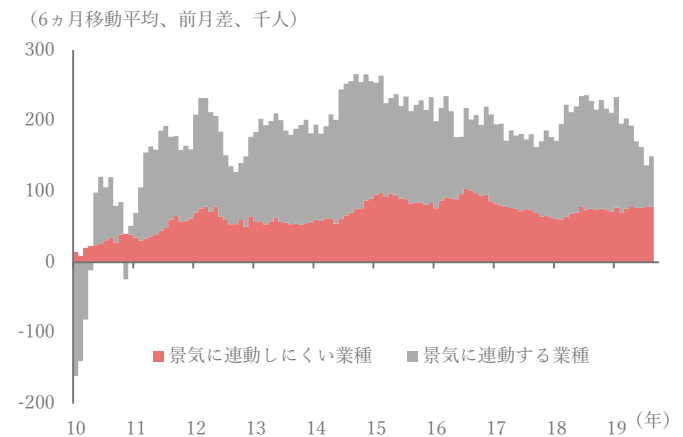
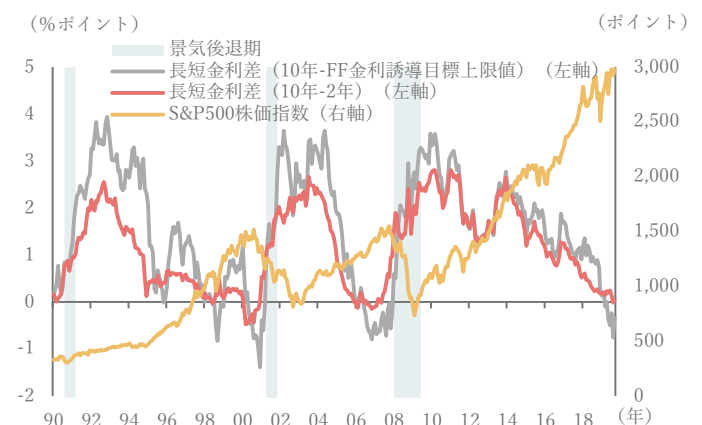


図3：長短金利差と株価



注

図2：各業種の雇用者数の伸びと実質GDP成長率との相関を考慮し、相関が比較的に強い業種を景気に連動する業種とした。

ユーロ圏

減速基調が続く中、ダウンサイドリスクの顕在化に注意

低成長・低インフレが継続

ユーロ圏経済は2018年に大きく減速した後、今年4-6月期まで低成長が続いている。米中貿易摩擦の長期化などからドイツをはじめとする輸出依存度の高い国の成長率が低迷する一方で、スペインやフランスなどは個人消費を中心に比較的底堅く推移しており、ユーロ圏全体の経済は緩やかな減速基調が続くことが想定される。ただし、英国の「合意なきEU離脱」や米国による自動車関税賦課の可能性などが燦々として下方に傾いている。

こうした経済環境下で、ユーロ圏のインフレ率は高まりにくい状況が続くとみられる。賃金上昇率は底堅い動きを続けているものの、失業率の改善ペースは鈍化し始めており、企業の雇用意欲も低下するなど、先行き労働需給が緩和へ向かう公算は大きい。基調的なインフレ率は今後もほぼ横ばい圏内で推移することが見込まれる。

財政政策に注目が集まる

欧州中央銀行（ECB）は、9月の理事会で政策金利の引き下げや資産買入プログラム（APP）の再拡大、貸出条件付き長期リファイナンスオペ（TLTRO）の貸出条件緩和などを含む「金融緩和パッケージ」を発表した。他方で、9月理事会の声明文において、各国政府が景気減速に対応するために財政政策を活用すべきであると明記し、財政に余力のある国が適切かつタイムリーな財政出動を行うことを促した。ドイツなどでは財政刺激策導入の可能性が議論されており、これが実行されれば、緩和的な金融政策と共にユーロ圏の経済を下支えすることが期待されよう。

図1：ユーロ圏主要国の成長率推移

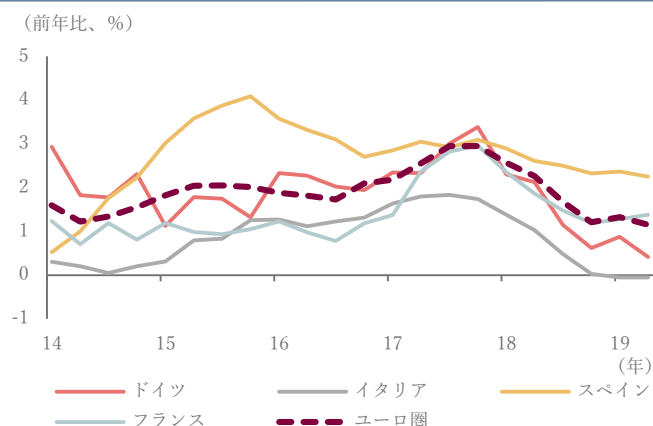


図2：製造業企業の雇用期待DIと失業率

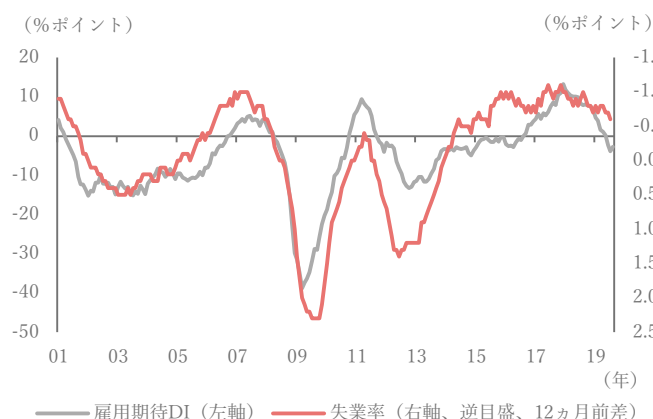
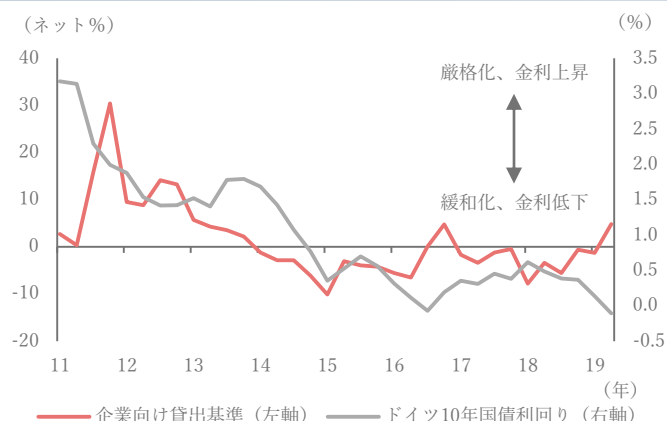


図3：企業向け銀行貸出基準と独10年国債利回り



出所

図1：CEIC

図2：CEIC

図3：Bloomberg

日本

外需の支えが期待薄の中で消費増税に耐えられるか

外需減速の内需への波及はあるか

日本の輸出は特に中国向けが低迷している。先行き不確実性が高止まる中、世界的に設備投資に慎重となると、資本財を中心に輸出環境は厳しい状況が続く可能性がある。法人企業景気予測調査によれば企業の設備投資計画は底堅いものの、輸出環境の改善が見通しにくくなると、設備投資計画が下方修正されていくリスクはあろう。他方で、雇用・所得環境は安定的であり、個人消費を取り巻く環境は維持されている。しかし、消費者センチメントが低下傾向にある中で10月1日の消費増税を迎えたことに注意が必要だ。このように、内需は堅調と見られるものの、先行きの下振れリスクは相応に高い。ただし、足もとで公共投資の加速が確認でき、これが景気を下支えすると見られる。

次回日銀決定会合に注目

米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ転換に伴い、欧州中央銀行（ECB）も金融緩和スタンスを強めたことで、日本銀行の政策動向も注目される。日銀のマイナス金利深掘り観測が高まる局面もあったが、9月の決定会合では現状維持となった。ただし、「物価安定の目標」に向けたモメンタムが損なわれる惧れに対する警戒度を引き上げ、10月末の次回決定会合で経済・物価動向を改めて点検すると声明に明記した。その後の黒田総裁発言を勘案すると、点検の結果、金融緩和措置を要するという判断になれば、短期金利を引き下げる一方、超長期金利の過度の低下を抑制するような政策調整が有力になると考えられる。必ずしも次回会合で金融緩和まで決定されるとは限らないが、「次の一手」の具体化は進むだろう。

図1：実質輸出

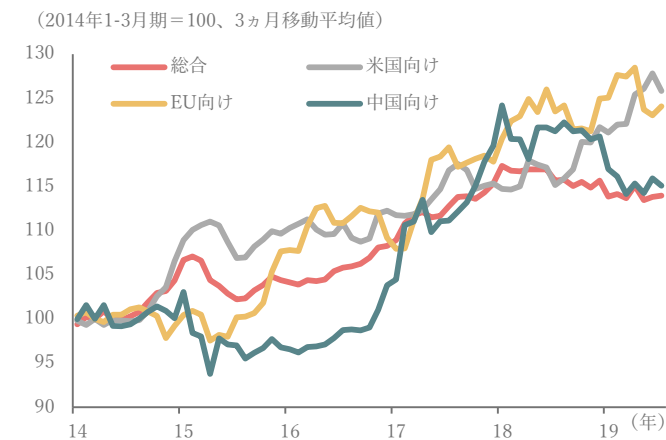


図2：賃金上昇率の推移

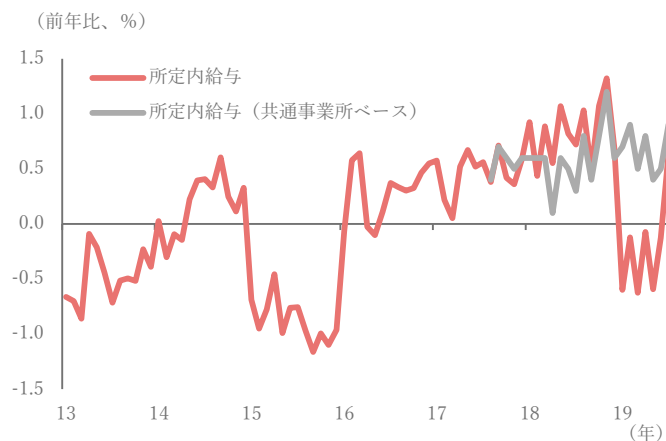
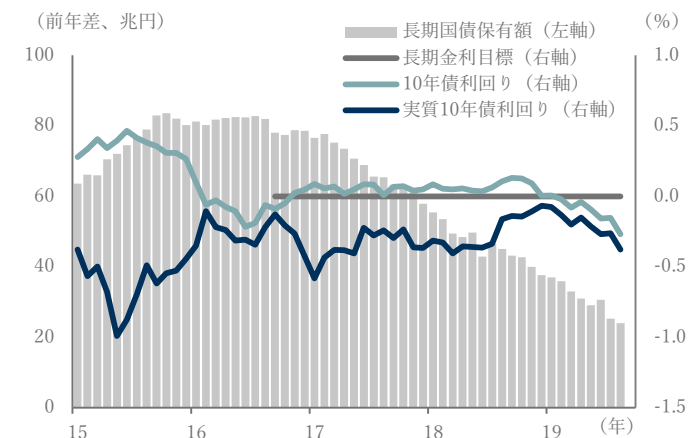


図3：日銀の長期国債保有と長期金利



出所

図1：日本銀行

図2：CEIC、厚生労働省

図3：日本銀行、Bloomberg

中国

通商摩擦が激化する中、政府は景気刺激策を強める

景気は強い逆風にさらされている

中国経済は、グローバルな景気減速や米中通商摩擦による強い逆風にさらされている。8月にトランプ大統領が追加関税第4弾を発表したことで、ほぼ全ての対米輸出が関税の対象となった。通商摩擦の激化は、輸出減少による直接的な景気下押しに加え、先行き不透明感を背景とした投資見送りなど間接的な影響ももたらしている。

景気への下押し圧力を相殺するため、政府は個人・企業向けの減税策や、地方特別目的債の発行増を通じたインフラ投資促進策を実施している。金融政策の面でも、中国人民銀行（PBOC）は市中銀行の資金調達コスト低下を通じて、中小・民間企業への貸出増・金利低下を促している。これらの政策効果もあって景気底割れはかろうじて回避している。

景気の減速基調は変わらない

先行き景気については、米中通商交渉の動向と景気対策が重要だ。8月に発表された追加関税の影響を相殺するためには、追加の景気刺激策が必要だ。すでに、政府は来年の地方特別目的債の発行を前倒しする方針を示した他、PBOCは、預金準備率やLPR（ローン・プライム・レート）を引き下げ、緩和姿勢を強めている。

一方、将来的な金融リスクへの懸念から金融・財政政策の余地は限られている。市場で人民元安圧力が強まれば、当局はこれを容認する可能性が高い。

緩和政策が景気の下振れを回避するための限定的措置にとどまる中、景気は底割れしないにしても減速基調は変わらないだろう。仮に、米中通商摩擦が一段とエスカレートした場合は、景気の更なる悪化は避けられないと見られる。

図1：新規輸出受注DIと輸出

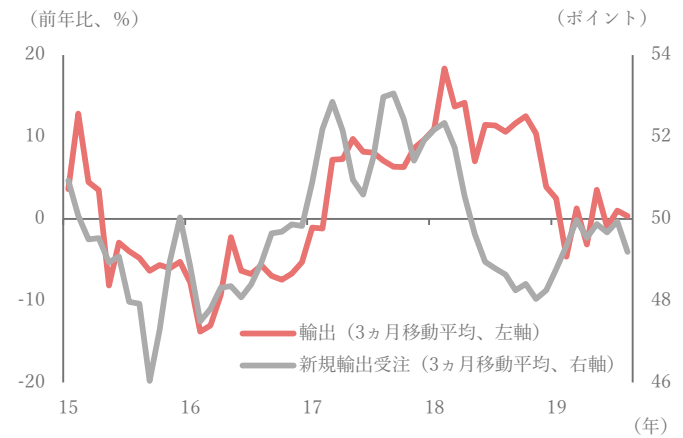
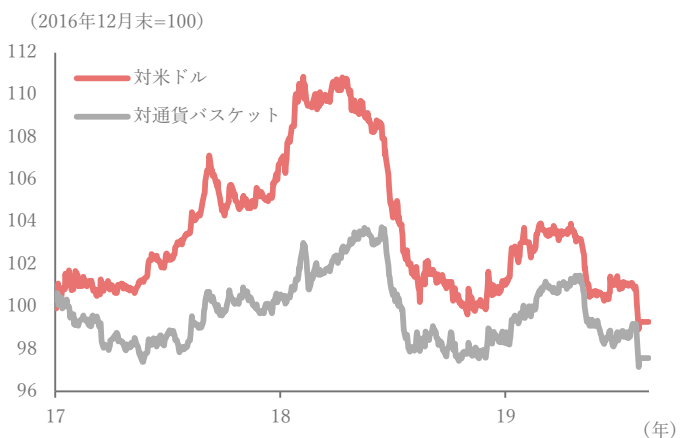


図2：製造業PMIと社会融資総量



図3：人民元の推移



出所
図1：CEIC、IHS Markit
図2：Bloomberg、IHS Markit
図3：Bloomberg

注
図3：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

金融緩和によって景気回復に向かうが、緩慢なペースに留まる

金融政策は緩和に向かう

2019年に入り、新興国景気は底入れの兆しが見られた。2018年の景気減速を引き起こした金融環境の引き締まりが、米国の金融政策転換によって緩和に転じたためだ。実際、米連邦準備制度理事会（FRB）が7・9月に利下げを行う中、新興国への資金フローは回復し、多くの新興国中央銀行は利下げを開始した。景気の弱さを背景に、各国中銀は緩和姿勢を強めている。昨年大幅な利上げを強いられた経常赤字国を中心に、今後も利下げは続く可能性が高い。

金融環境が緩和に転じたことで、徐々に景気も回復に向かうだろう。しかし、通商摩擦が激化し、グローバル景気が減速する中、外需環境は厳しいままだ。経済の対外開放度が高い国を中心に、景気回復ペースは緩慢にとどまるだろう。

資本フローの安定が鍵

今後、金融緩和による景気回復が続くためには、新興国への資金フローが安定する必要がある。(1)グローバル金融市場で急激なリスクオフが生じる、(2)個別の政治情勢が金融市場の失望を招く、といった事態になれば、新興国の中央銀行は利下げを止めたり、再び利上げに転じざるを得ない。

したがって、米中通商交渉や各国政治の動向には引き続き注視が必要だ。インドやインドネシアでは、財政規律を維持しつつ、景気回復や構造改革に向けた政策が打ち出されている。ブラジルでは、財政健全化に必要な年金改革法案が近々成立する見込みだ。一方、南アフリカやメキシコでは国営企業の財務懸念が強まる中、ソブリン格付引き下げのリスクが生じている。トルコでは、大統領が中銀総裁を解任して金融政策への介入を強めており、金融市場のボラティリティ上昇に依然警戒が必要だ。

出所

図1：IIF

図2：Bloomberg

図3：IIF

図1：新興国経済活動指数



図2：年初来の政策金利変化

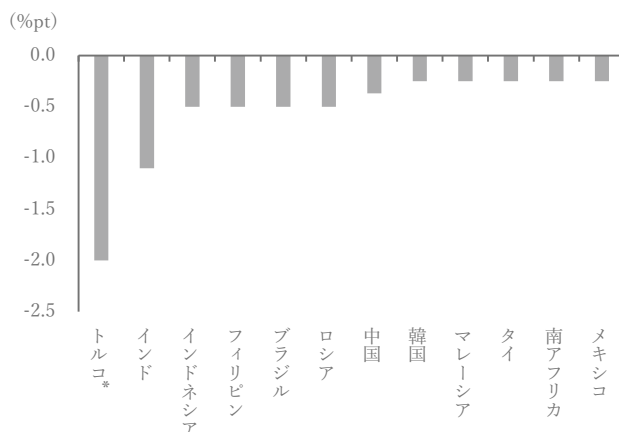


図3：新興国への資金フロー



注

図2：2019年8月末時点の政策金利年初来変化幅を表示している。トルコの政策金利は4.25%低下したが、便宜上2.0%と表示している。
図3：2019年6-9月のデータはIIFの推計値。

Box1: 次の景気後退のきっかけを考える

米国経済は7月で景気拡大11年目に入り、第二次世界大戦後最長記録を更新した。他方、米連邦準備制度理事会（FRB）が、米中通商摩擦などに伴う世界経済の減速や景気の先行きに対する不確実性の増大に対応して、10年ぶりの利下げを決定、金融政策の方向性が緩和に転じたのも7月であった。高インフレが鎮静化した90年代以降の利下げ開始と、その後の米国株価の反応を見ると、結果的に景気後退を回避して株価が上昇した1995年や98年のケースと、大幅利下げにもかかわらず景気後退に陥り株価が下落した2001年や07年の場合に分かれる。投資の観点からは、この景気後退回避の可否を見極めることが重要である。

当社は景気後退回避を基本シナリオとしているが、景気後退のきっかけを考えておく必要もあろう。特に今回の局面は、金融危機後10年にわたった異例な金融緩和の下で、米企業の債務がGDP比で47%と過去最高まで高まってきた一方、融資基準はむしろ緩和されるなど、リスクに対するプレミアムが低すぎ、信用膨張が過度になっている恐れがある。

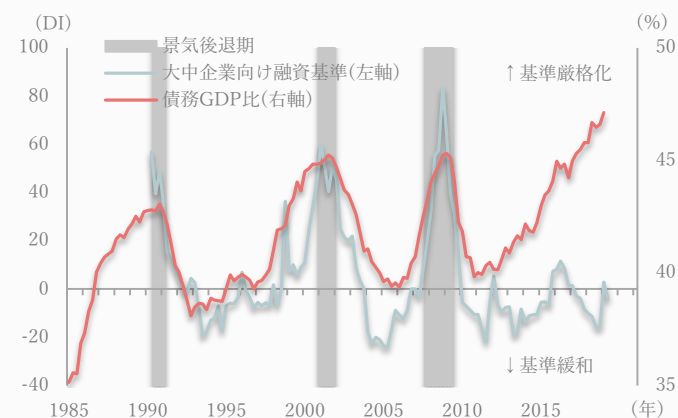
次の景気後退は、おそらくこの異例な金融緩和局面で圧縮されてきたリスクプレミアムの反転拡大と、それに伴う資産価格下落、それに続く債務圧縮と実体経済の悪化という経路をたどる可能性が高い。前述の景気後退を回避できたケースは、利下げのきっかけがアジア通貨危機などいずれも海外の混乱であったのに対して、景気後退に陥った場合の利下げの原因がITバブル

や、サブプライム危機など米国内の過度の信用膨張とその調整であったことも示唆的である。もっとも、問題は債務が大きいだけでは顕在化せず、金利上昇や企業収益の落ち込みがきっかけとして必要だろう。

前者の典型例は、インフレに伴う利上げとそれを受けた市中金利の上昇である。しかし、米国のPCEデフレーターはなおインフレ目標を下回っており、これが低インフレ期待として定着することをFRBは懸念している。加えて、通商摩擦に伴う不確実性も高まり、7月に利下げに転じたことは前述の通りである。例えば米10年債利回りは大きく低下し、クレジットスプレッドも縮小するなど、米企業の元利払いコストはむしろ低下しているとみられる。逆にいえば、利下げを可能にしている低インフレが、賃金上昇や、通商摩擦に伴う関税引き上げの価格転嫁、地政学的イベントによるエネルギー価格高騰などで覆される可能性に注意すべきであろう。

後者について通商摩擦は、それ自体が貿易縮小と製造業を中心とした設備投資の下押し要因となる。これまでのところ、堅調な雇用・所得環境が消費を通じて景気を下支えしている。しかし、製造業の不振が非製造業に波及して雇用所得環境が悪化したり、通商摩擦や地政学的リスクきっかけに株価などリスク資産価格の大幅調整につながれば、消費の腰折れ、ひいては景気後退が視野に入ろう。

図1：米国の非金融企業部門の債務と融資基準



出所
図1：Datastream
図2：Datastream

図2：米国の個人消費と可処分所得



Box2:消費増税の影響

2019年10月1日、日本の消費税率8%から10%に引き上げられた。消費税率引き上げは、特に個人消費に大きな影響をもたらす。第一に、消費税率引き上げ前の駆け込み需要とその後の反動減を発生させる。第二に、増税後は物価上昇による実質可処分所得の減少が生じる。

ただし、今回の増税の影響はこれまでよりも軽微となるとの見方が多い。第一に前回2014年4月の増税時は3%ポイントの引き上げだったが、今回は2%ポイントにとどまる、第二に酒類・外食を除く飲料食品等の税率は8%で据え置かれる（軽減税率）、第三に幼児教育無償化やポイント還元、プレミアム付商品券、また公共事業等による政府の対応が講じられている、ことなどが理由である。実際、消費税率引き上げによる負担増はこれらによってほぼ相殺される計算になる。さらに、ポイント還元終了後には、マイナンバーカードを活用したポイントである「マイナポイント」が付与される方向で検討されている。

このように、消費平準化策が講じられていることもあって、足もとにかけての駆け込み需要は前回増税前ほどの盛り上がりとなっていない。日本銀行の地域経済報告（さくらレポート）においても、駆け込み需要はある程度生じているものの、想定していたほどの勢いではないといったコメントが目立つ。そのため、今後予期される反動減も前回より小幅になると考えられる。

ただし、これらの対策によって先行きの経済の落ち込みを回避できるとは限らない。実際の消費は、景況感に依存するところも大きい。消費者態度指数は前回の消費増税時並みに悪化している。世界経済の減速懸念も相俟って、予想以上に家計が支出に慎重になる可能性がある。

図1：消費税率引き上げの影響と対応

	負担増	負担軽減・受益増 ・予算規模等
消費税率引き上げ		
負担増	5.7兆円	
軽減税率		1.1兆円
たばこ税・所得税等の見直し	0.6兆円	
幼児教育無償化、社会保障充実		
幼児教育無償化、年金生活者支援給付金		2.8兆円
診療報酬等による補てん等		0.4兆円
消費平準化策等		
臨時・特別の予算措置		2.0兆円
税制上の支援		0.3兆円
合計	6.3兆円	6.6兆円

図2：消費活動指数・実質耐久財指数の推移

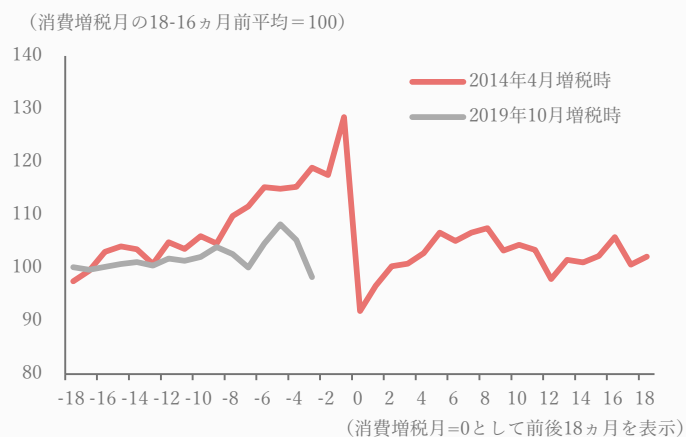
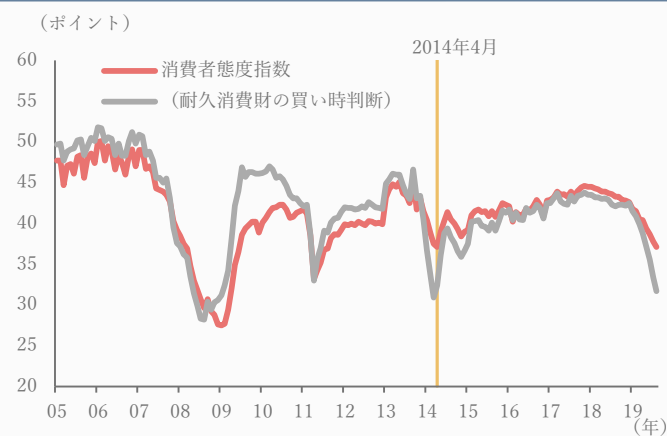


図3：消費者態度指数の推移



出所

図1：内閣府

図2：日本銀行

図3：内閣府

Box3: 通商摩擦と人民元政策

トランプ大統領による対中関税第4弾の発表をきっかけに、人民元は8月5日、心理的に重要な水準である1米ドル=7.0元を超えた。これを受けて同日、米財務省は中国を「為替操作国」に認定した。

中国が「為替操作国」であるかどうかを判断するには人民元の取引制度を理解する必要がある。人民元は日中の取引時間に、人民銀行の発表する基準値（人民元中間レート）に対して上下2%以内で変動する。為替変動が上下2%を超えそうになった場合は、中国人民銀行（PBOC）が為替介入をして通貨変動を抑制する。したがって、当局が基準値を恣意的に設定できるのであれば、人民元を「操作」することができる。例えば、当局が基準値を毎日6.80で固定し続けるのであれば、人民元は6.67-6.94の間でしか動くことができないため、人民元が7.0を超えることは原則的にありえない。

しかし、2015年8月以降、こうした恣意的な基準値設定を中国当局自らが排除した。2015年8月11日、当局は人民元の基準値を切り下げるとともに、基準値の設定に市場実勢、具体的には前日の終値を反映させる方針を示した。例えば、人民元安で取引が終了した場合、翌日の基準値は原則的に人民元安方向に設定される。したがって、金融市場で人民元安圧力が強まれば、基準値は切り下がっていくことになる。2015年8月に大幅な人民元安が進んだのは、基準値の切り下げに加えて、こうした市場の人民元安圧力が市場レートに反映されるようになった結果である。

その後微調整を経て、現在の基準値は①人民元の前日終値、②国内取引終了後の主要通貨の対米ドル変動、③経済実勢を反映しない極端な市場動向を是正する要素（CCF；カウンターシクリカルファクター）の3つを反映して算出されている。このうち、①人民元の前日終値と②主要通貨の対米ドル変動は市場レートとして観察されるもので、当局が操作する余地はない。一方、③CCFは、計算方法などの詳細が非開示になっており、当局の意向が反映されていると見ることができよう。特に、当局がCCFを導入した2017年5月まで人民元は減価が続き、1米ドル=7.0の水準に迫っていた。その後、米ドル安を背景に人民元が大幅に増価すると、2018年1月にCCFを廃止、米中通商摩擦を背景に人民元安が進むと中国は2018年8月にCCFを再導入した。CCFが導入された経緯を考えると、CCFは通貨防衛のためのツールの色彩が強い。

実際、人民元の前日終値と主要通貨の対米ドル変動で説明できない要因をCCFと定義すると、ここ数年の基準値は一時期を除けば、人民元高バイアスがかかっていたことがわかる。これを「為替操作」と呼ぶのであれば、確かに中国は為替を操作している。しかし、輸出競争力を高めるために人為的な人民元切り下げを行っているというトランプ大統領の指摘は事実と反する。仮に、中国当局が為替に対するコントロールを放棄すれば、人民元は一段と下落していた可能性が高い。

図1：人民元の対米ドルレート推移

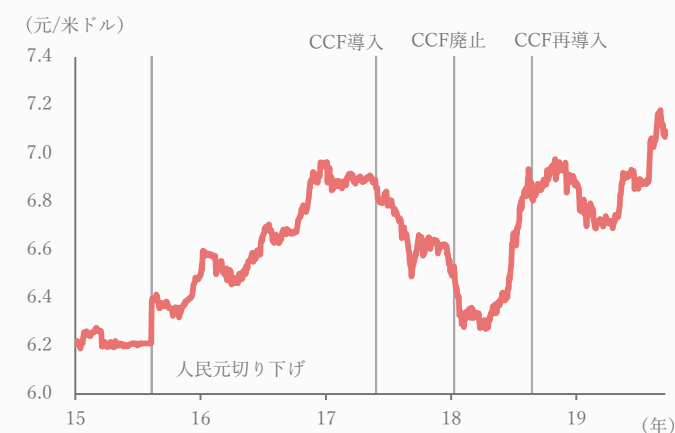
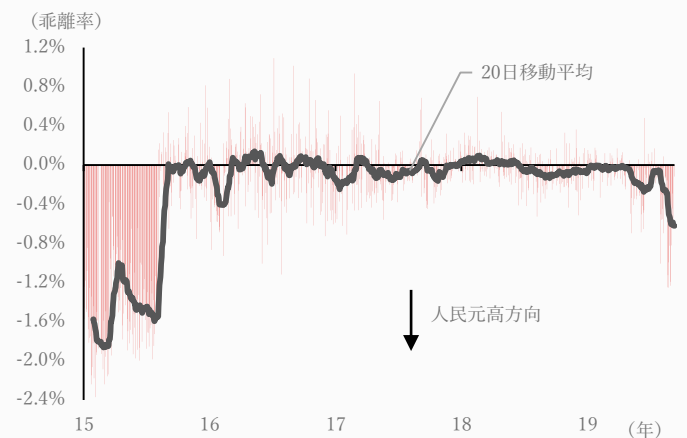


図2：CCFの推計値



もう一つ注目されるのは、CCF推計値の絶対値が足元を除けば小さくなっていることだ。これは、近年は基準値の大部分が市場要因によって決まっていたことを示している。当局が8月5日に人民元が7.0を超えるのを「容認した」、言い換えれば、CCFを使って基準値を無理に人民元高に設定したり、為替介入をしてまで7.0という水準を防衛しなかったのは事実である。しかし、人民元が7.0を超えるように積極的に誘導したわけではなく、むしろ市場からの人民元安圧力を受けてやむなく7.0を超える人民元安を容認したように見受けられる。

そもそも、市場で人民元安圧力が強まる中、当局がCCF等を使って人民元を高値誘導してきたのはなぜだろうか。一つ考えられるのは、人民元安が進めば、「中国は人民元を切り下げている」と主張するトランプ大統領を刺激し、追加関税引き上げや、「為替操作国」認定につながるリスクである。このリスクは8月に現実となった。米国は追加関税第4弾を発表し、中国を「為替操作国」に認定した。

こうした環境の変化は、中国当局が無理に人民元安を抑える必要性を低下させたと考えられる。いったん金融市場で人民元安圧力が強まれば、当局はさらなる人民元安を容認する可能性が高い。人民元が調整すれば、追加関税によって厳しい状況に置かれている輸出セクターを支え、国内景気を安定させるのに寄与するだろう。

人民元安を容認するならば、金融政策の自由度も高ま

る。PBOCはオペ金利や預金準備率を引き下げやすくなるだろう。実際、PBOCは預金準備率や企業融資の指標金利となるLPR(ローン・プライム・レート)を引き下げている。

足元の人民元安や景気減速を受けて、2015年の「人民元ショック」再来を懸念する見方もある。確かに、2015年に起こった人民元安は資本流出を引き起こし、世界の景気や金融市場を不安定化させた。

しかし、足元の状況は当時とは異なる。第一に、市場実勢を反映させてきたことによって、人民元は2015年当時のようにファンダメンタルズから大きく乖離した水準にはない。国際通貨基金（IMF）も8月に公表した年次報告で、人民元は「大幅な過大評価も過小評価もされていない」との判断を示している。第二に、当局は「人民元ショック」を経て、必要であれば為替や資本管理を強める方法・経験を蓄積している。CCFはその良い例である。資本規制もここ数年で強化された。第三に、当時は米国が利上げを開始したのに対し、足元で米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げを実施している。中国が金融緩和を強化したとしても、金利差の拡大によって人民元が不安定化するリスクは小さい。したがって、当局がコントロールできない人民元安や資本流出が進む可能性は低い。

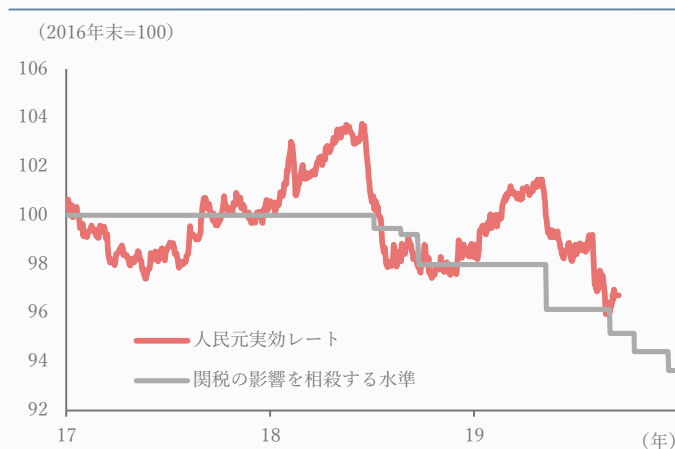
大幅な関税引き上げというショックに対して、人民元の柔軟性を高め、適切な調整を行うことは、中長期目線で見た中国経済・金融市場の安定に寄与するだろう。

図3：米中金利格差と人民元の対米ドルレート



出所
図3：Bloomberg
図4：Bloomberg、CEIC

図4：人民元の実効レート



注
図4：関税の影響を相殺する水準は、輸出の為替感応度等を基に野村アセットマネジメントが試算。グラフ上は関税の発効日（または予定）に変動を反映している。

債券・クレジット市場

米国債利回りは短期間で反発したものの、利下げの見通しは継続

金融市場では、米連邦準備制度理事会（FRB）が景気減速に対応するため利下げを継続していくという見方が強い。今年前半から米10年国債利回りは政策金利の水準を下回って推移しており、8月には米30年国債利回りも政策金利の水準を割り込んだ。

その後は長期債を中心に利回りは反発したものの、米金利先物市場では依然として利下げ期待が強く期先物が期近物を下回る状態が続いている。もっとも、米国経済はしっかりしており、潜在成長率を上回る成長は当面維持できる見込みである点からは、必ずしも利下げが必要な環境ではない。FRBのこれまでの利下げには、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がある。しかし一方で、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、資産価格の過度な上昇に繋がるリスクも高まるだろう。

新興国債券や投資適格債券、低格付債券の米国債利回りに対するスプレッドは、債券市場が大きく変動した局面でも総じて安定的に推移してきた。他方、米国モーゲージ債券はそれらに比べると、スプレッドが若干乖離した状況が続いている。

図1：米国の利上げ織り込みと10年国債利回り



図2：銀行貸出態度と金融環境指数

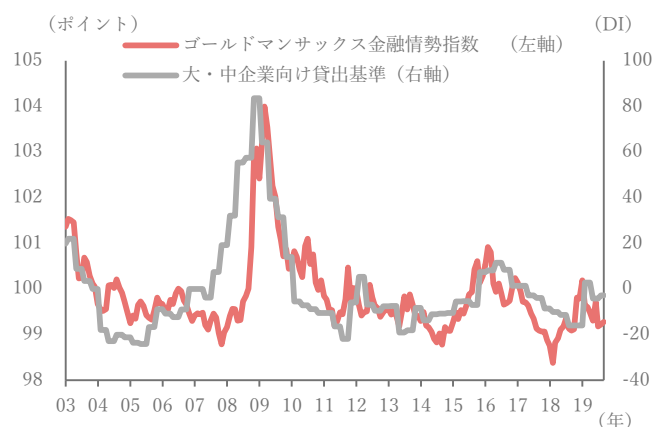


図3：新興国および社債のスプレッド

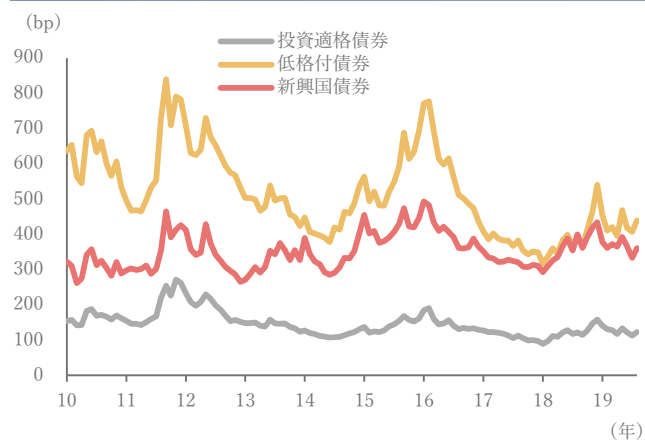
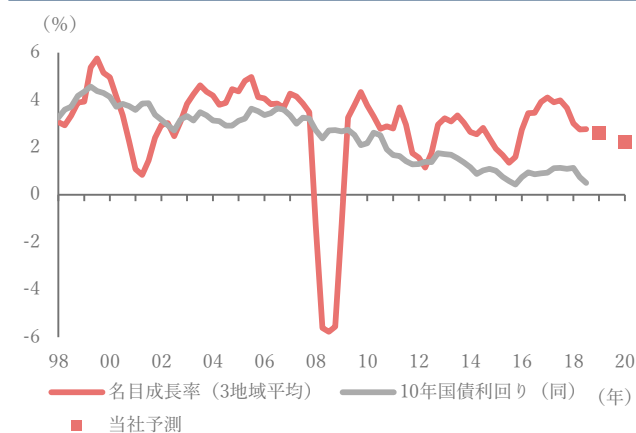


図4：米・欧・日の成長率と10年債利回り



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

株式市場

企業業績が伸び悩む一方、金融政策や先行指標の改善に期待が高まる

世界株式市場は8月の急落から反発に転じ、下落分をほぼ解消した。しかし持続的な上昇相場は未だ見込み難しく、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、年初から継続的に下方修正されてきた。10-12月期の利益予想も前年比で小幅なプラスであることから、下方修正でマイナスに転じる可能性もある。

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。人件費などの固定費負担の増加に加え、円高が企業利益にとって下押し圧力となってきた。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、米中間の通商摩擦に起因したセンチメントの低下、そしてそれを通したもう一段の業績悪化も懸念される。

他方、中国の景気先行指数の底入れや、世界の半導体の出荷・在庫バランスの改善など、世界需要の先行き好転を示唆する材料もある。また、製造業の景況感は主要国・地域で共通して弱い状態が続くが、全体的に下げ幅が縮小している動きも見られる。世界的な金融緩和の環境と共に、これらの点は株価の下支えとして期待できるだろう。

図1：各市場の株式指数の推移

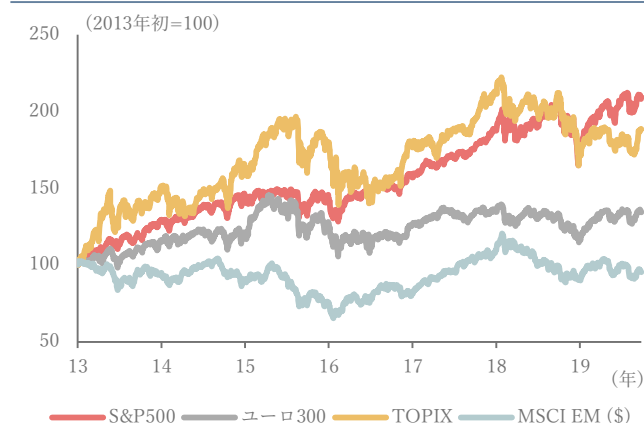


図2：各市場の利益見通し

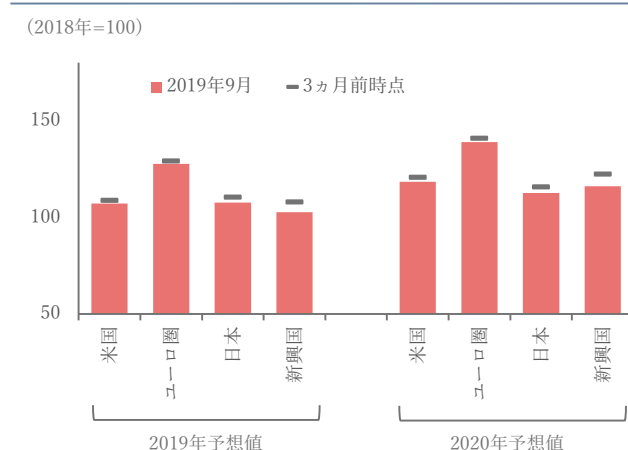
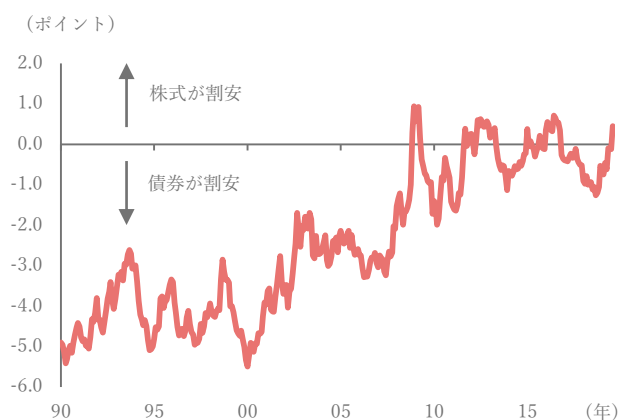


図3：イールドスプレッドの推移（米国）



出所

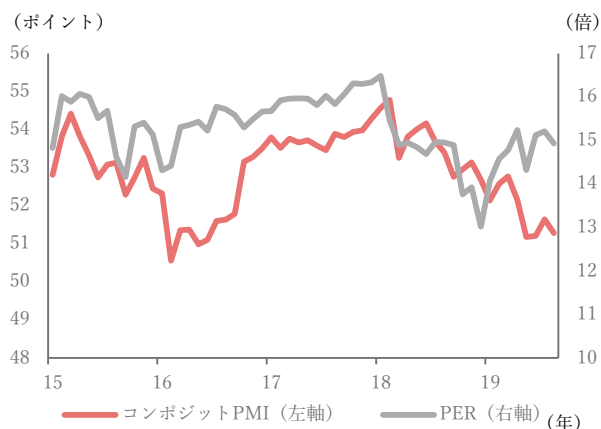
図1：Bloomberg

図2：Bloomberg

図3：Bloomberg

図4：IHS Markit, Factset

図4：世界の景況感とバリュエーション



注

図3：米S&P500指数の実績配当利回りと米国10年債利回りの差。

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

世界的な利下げ局面で、金利水準の高さから米ドル高が継続

米国は、7月に政策金利を引き下げに転換したものの、他国・地域の多くがそれに先んじて利下げを行ってきた結果、米ドル安には繋がらない状態が続いている。依然として米国の金利水準が相対的に高いことから、米ドルへの投資需要は強い。他方、ブレグジットの不透明性を高める英国や、景気が相対的に弱いユーロ圏、豪州等で、通貨安の傾向が目立っている。

ただし、米国も今後利下げが続くと、米ドル安の実現可能性は高まるだろう。欧州中央銀行（ECB）や日本銀行も追加緩和姿勢を示しているが、米国に比べると政策の余地は小さい。特にユーロ圏は、9月のECB理事会で決定した包括的な緩和策に対し、複数のメンバーの反対を押し切る形で行われたことから、今後は内部の調整面で円滑な政策運営に支障が出てくる可能性もあるだろう。

人民元は、米中間の通商問題が今後も長期化する見通しであることから、米ドルに対し緩やかな減価が続きやすいだろう。新興国通貨は、各国・地域が利下げをしてきた局面でも資本流出などに波及しなかったことから、当面は全体的に安定に推移しよう。

図1：主要3通貨の推移

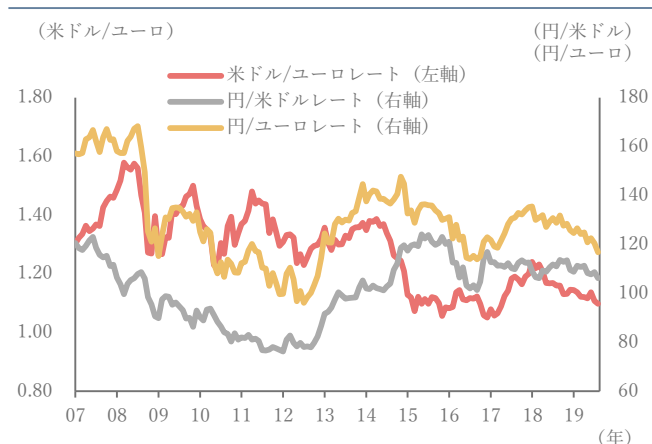


図2：米ドル指数と主要国の金利水準

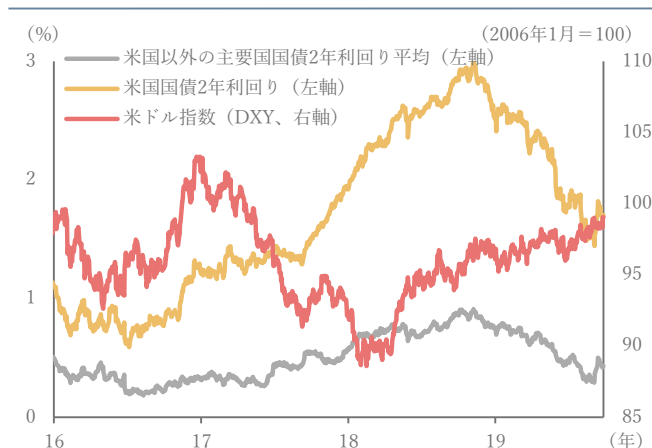
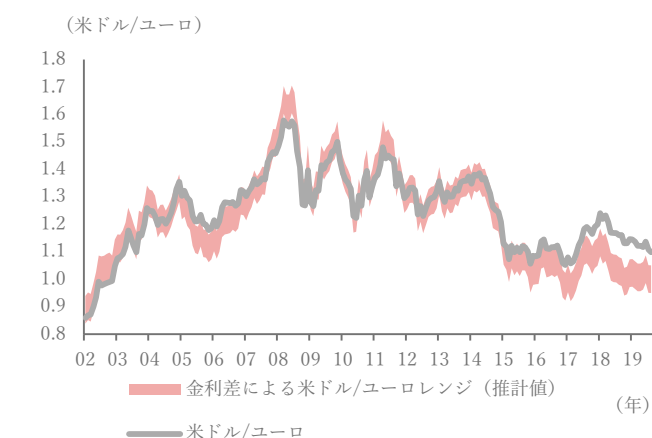


図3：金利差と米ドル/ユーロレンジの推移



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

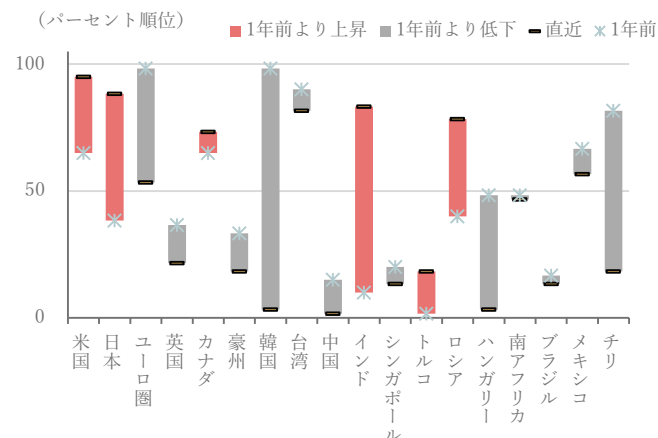


図2：米国外主要国は、ドイツ、イギリス、カナダ、オーストラリア、スウェーデン、ノルウェーの平均。

図3：金利差による米ドル/ユーロレンジは、米ドル/ユーロをドイツと米国の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
- 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・アンド・プアーズ ファイナンシャル サービスズ 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」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・ビ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10月現在

ご購入時手数料 《上限4.4% (税込み)》	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。
運用管理費用 (信託報酬) 《上限2.222% (税込み)》	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。
信託財産留保額 《上限0.5%》	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。
その他の費用	上記の他に、「組入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。

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