

# アムンディのマクロ経済、市場見通し(2019/6)

## マクロ経済

- グローバル** 世界的な景気減速局面が続いている。良好な雇用環境などから内需は底堅いものの、米中貿易摩擦などの影響で世界貿易が伸び悩み、先行き不透明感を強める形となっている。一方、主な金融当局が金融緩和へ政策スタンスを傾斜させ、景気後退に陥るリスクは小さくなっており、年内に主要国の景気は持ち直そう。
- 日本** 2019年の実質GDP成長率およびインフレ率を小幅上方修正。米中貿易摩擦による外需減退には要注意ものの、国内の堅調な雇用・所得環境が景気を下支えしよう。一方、人手不足の影響で生活必需品にインフレ圧力が掛かってきているのは消費マインドにマイナス。消費税増税については、財政支出である程度相殺されよう。
- 米国** 2019年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+3.1%と上振れしたものの、内需は減速しており、年間では+2%台前半へ減速の見方は変えていない。金融当局は利下げの可能性を含め、景気重視の政策スタンスを強めており、2020年にかけての景気は、金融政策で下支えされながら潜在成長率並みへ緩やかに減速しよう。
- ユーロ圏** 外需依存度※が高い(46%、2018年)経済構造のため、世界貿易の減速が製造業の活動を鈍化させ、2019年は+1%程度に減速。しかし、一部の景況感指標に下げ止まりが見られ、ECBが緩和に傾斜していることや良好な雇用環境が中心国の内需を下支えするため、景気失速リスクは小さい。年後半以降成長ペースは持ち直そう。
- 英国** EU離脱の期限が再延期され10月末となったが、メイ首相辞任で合意なき離脱のリスクはむしろ拡大。当面企業活動は慎重な状況で低成長が続こう。一方、良好な雇用・所得環境から好調な個人消費が景気を下支えしよう。
- 中国** 米中貿易摩擦の再燃、HUAWEI製品の排除が景気先行きに新たな不透明要素となり、2019、2020年の実質GDP成長率見通しを下方修正。政治的要因なので変化の可能性も。景気対策の波及効果は景気を下支え。

| (%)     | 実質GDP成長率(前年比) |          |          | インフレ率(CPI、前年比) |          |          |
|---------|---------------|----------|----------|----------------|----------|----------|
|         | 2018年(実)      | 2019年(予) | 2020年(予) | 2018年(実)       | 2019年(予) | 2020年(予) |
| 米国      | 2.9           | 2.4      | 2.0      | 2.4            | 2.0      | 2.4      |
| 日本      | 0.8           | ↑ 0.9    | 0.7      | 1.0            | ↑ 0.9    | 1.3      |
| ユーロ圏    | 1.8           | 1.0      | 1.5      | 1.8            | 1.2      | 1.5      |
| ドイツ     | 1.4           | 0.8      | 1.5      | 1.7            | 1.5      | 1.5      |
| フランス    | 1.5           | 1.3      | 1.5      | 2.1            | 1.3      | 1.5      |
| イタリア    | 0.8           | 0.1      | 0.6      | 1.1            | 1.0      | 1.5      |
| スペイン    | 2.5           | 2.0      | 1.8      | 1.7            | 1.6      | 1.9      |
| 英国      | 1.4           | 1.1      | 1.4      | 2.4            | 2.2      | 2.2      |
| ブラジル    | 1.1           | ↓ 1.3    | ↓ 2.1    | 3.7            | ↑ 4.3    | ↑ 4.7    |
| メキシコ    | 2.0           | 1.6      | 1.6      | 4.4            | 3.7      | 3.5      |
| オーストラリア | 3.2           | 2.8      | 2.7      | 2.2            | 2.3      | 2.5      |
| ロシア     | 2.2           | 1.5      | 1.7      | 2.9            | 4.8      | 4.0      |
| インド     | ↑ 7.4         | ↓ 6.2    | ↓ 6.6    | 4.0            | ↓ 3.4    | 4.6      |
| インドネシア  | 5.2           | ↓ 5.0    | 5.3      | 3.2            | ↑ 3.5    | ↑ 4.2    |
| 中国      | 6.6           | ↓ 6.2    | ↓ 6.1    | 2.1            | 2.2      | 2.5      |
| トルコ     | 2.9           | -1.5     | 1.5      | 16.2           | ↑ 15.6   | 12.9     |
| 先進国     | 2.2           | 1.7      | 1.7      | 2.0            | 1.6      | 2.0      |
| 新興国     | 4.9           | ↓ 4.4    | ↓ 4.7    | ↓ 4.0          | ↑ 3.9    | ↑ 3.9    |
| 世界      | 3.8           | ↓ 3.3    | ↓ 3.5    | 3.2            | ↑ 3.0    | 3.1      |

出所: Amundi Research、CACIB(メキシコ、オーストラリア)  
※外需依存度=輸出・輸入平均値÷GDP(%) (名目)

↑ 前号から上方修正  
↓ 前号から下方修正

## 政策金利

- F E D** FF金利は年内据え置きがメインシナリオも、経済情勢次第では利下げも否定できない。10月以降連銀総資産削減停止の方針変わらず。年末の超過準備は当初予定の1.5兆ドル程度から1.9兆ドル程度に増加へ。
- E C B** 景気・物価見通しは足元上方修正も先行きは下方修正目立つ。さらに政治リスク増大も考慮され、現行政策金利の最短継続期間を2020年前半まで先延ばし。インフレ目標(+2%弱)達成時期は2022年以降に遠のく。
- 日 銀** 長短金利操作付き量的・質的金融緩和を続けよう。長期金利操作はある程度柔軟化も、インフレ率はプラス圏維持ながら低位が続く、消費税増税、オリンピック等のイベント効果剥落を考慮すると、追加緩和も否定できない。
- B O E** EU離脱後の景気低迷と低インフレ長期化を考慮し、利上げ時期は後ずれ。2020年も微妙な情勢。
- 新 興 国** ドル高に伴うインフレ圧力は一頃より後退。総じて様子見ながら、低インフレから利下げに踏み切る国が漸増。

| (%) | 政策金利           |              |                |               |                 |
|-----|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
|     | 2019年<br>5月31日 | 当社予想<br>6ヵ月先 | コンセンサス<br>6ヵ月先 | 当社予想<br>12ヵ月先 | コンセンサス<br>12ヵ月先 |
| FED | 2.50           | 2.50         | ↑ 2.53         | 2.50          | ↓ 2.47          |
| ECB | 0.00           | 0.00         | 0.00           | 0.00          | ↑ 0.05          |
| 日 銀 | -0.10          | -0.10        | -0.10          | -0.10         | ↑ -0.03         |
| BOE | 0.75           | 0.75         | ↑ 0.82         | 1.00          | ↓ 0.97          |

出所: Amundi Research、実績とコンセンサスは Bloomberg  
※FED: 米連邦準備制度(FRB[米連邦準備理事会]、各連邦準備銀行を含む、米中央銀行制度全般を指す)  
※ECB: 欧州中央銀行  
※BOE: イングランド銀行(英中央銀行)  
※TLTRO: Targeted Longer-Term Repurchase Operations の略。金融機関貸出促進のための長期資金供給

## 中長期金利

- 米 国** 金融当局の一部要人の発言から利下げ観測が急速に台頭し、市場が利下げを織り込む過程で 2 年債の利回りが低下。イールドカーブ（利回り曲線）はブルスティープ化（金利低下＋カーブ急勾配化）。しかし、織り込みに行き過ぎの感があり、短期的には反動でベアフラット化（金利上昇＋カーブ平坦化）し、その後は全般的に利回りがやや上昇する方向を見込む。
- ド イ ツ** 景気減速受け、利回りがプラス圏の長期債が選好され、イールドカーブはブルフラット化。ドイツ国債のマイナス圏が広がり、周辺国債利回りの低下目立つが、好利回り求めまだ選好されよう。景気は今後底堅く、年後半は全般的に金利上昇へ。
- 日 本** 景気後退警戒され幅広く金利が低下。10 年債利回りは足元－0.1%を割り込み、約 3 年ぶりの低水準。しかし、対外投資の妙味も低下し、好利回り求めて超長期債が選好される流れが続こう。年内にかけては景気底堅く金利上昇の局面も。
- 英 国** メイ首相辞任で離脱の形とその後の景気が不透明、世界的な金融緩和スタンスへの傾斜の流れもありブルフラット化。年内に向けては、離脱実現で政治リスクが多少後退すること、世界景気の底堅さが見込まれることから、金利はやや上昇か。

| 2年物国債利回り予想  |                |              |                |               |                 |
|-------------|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (%)         | 2019年<br>5月31日 | 当社予想<br>6ヵ月先 | コンセンサス<br>6ヵ月先 | 当社予想<br>12ヵ月先 | コンセンサス<br>12ヵ月先 |
| 米国          | 1.92           | 2.2/2.4      | 2.50           | 2.2/2.4       | ↓ 2.52          |
| ドイツ         | -0.66          | -0.6/-0.4    | ↓ -0.49        | -0.6/-0.4     | ↓ -0.36         |
| 日本          | -0.17          | -0.2/0.0     | ↑ -0.13        | -0.2/0.0      | ↑ -0.08         |
| 英国          | 0.60           | 0.6/0.8      | ↑ 1.02         | 0.7/0.9       | ↓ 1.21          |
| 10年物国債利回り予想 |                |              |                |               |                 |
| (%)         | 2019年<br>5月31日 | 当社予想<br>6ヵ月先 | コンセンサス<br>6ヵ月先 | 当社予想<br>12ヵ月先 | コンセンサス<br>12ヵ月先 |
| 米国          | 2.12           | ↓ 2.4/2.6    | 2.71           | 2.4/2.6       | ↓ 2.79          |
| ドイツ         | -0.20          | 0.05/0.2     | ↓ 0.26         | 0.05/0.2      | ↑ 0.43          |
| 日本          | -0.09          | 0/0.1        | 0.02           | 0/0.1         | ↓ 0.05          |
| 英国          | 0.89           | 1.1/1.3      | ↑ 1.46         | 1.15/1.35     | ↓ 1.56          |

## 為替相場

- ユ ー ロ** 景気減速と政治リスクで金融緩和スタンスが続く、頭を抑えられやすい展開。しかし、年内には Brexit（英国の EU 離脱）などの政治リスクが一巡、緩和的な金融政策の効果もあり、年内に景気は持ち直すと見込まれ、ユーロは幾分見直される方向。
- 米 ド ル** 利下げ観測台頭と連銀総資産削減停止で、金利面では米ドル安要因。目先は米中貿易交渉難航が波乱要因。しかし、景気後退リスクが縮小し、他の先進国金融当局も緩和スタンスへ傾斜したことで相殺され、結果的にはレンジ内の動きに。
- 英 ポ ンド** 良くも悪くも年内に Brexit 完了で政治リスク後退。底堅い景気に加え、米国での金利低下もあり、徐々に持ち直す展開へ。
- 豪 ド ル** 中国需要による鉄鉱石相場高騰が下支えるも、2 年 10 ヶ月ぶり利下げで金利面の妙味後退。当面安値近辺でレンジ形成か。
- 新 興 国** 米利下げ気運の台頭で金利面の不利後退で持ち直し方向。ただし、国内情勢によって差。当面は米中貿易交渉が波乱要因。

| 為替相場予想  |                |              |                |               |                 |
|---------|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (対円)    | 2019年<br>5月31日 | 当社予想<br>6ヵ月先 | コンセンサス<br>6ヵ月先 | 当社予想<br>12ヵ月先 | コンセンサス<br>12ヵ月先 |
| ユーロ     | 120.95         | ↓ 123        | ↓ 124          | 125           | 127             |
| 米ドル     | 108.28         | ↓ 109        | ↓ 108.5        | ↑ 107         | 108             |
| 英ポンド    | 136.81         | ↓ 142        | ↓ 143          | ↓ 146         | ↓ 146           |
| 豪ドル     | 75.18          | ↓ 76.5       | ↓ 78.0         | ↓ 74.0        | 78.0            |
| ブラジルレアル | 27.61          | ↓ 28.5       | ↓ 28.5         | 28.5          | ↑ 29.25         |
| トルコリラ   | 1.55           | ↓ 16.5       | ↓ 16.8         | ↓ 15.4        | ↓ 16.5          |
| メキシコペソ  | 5.52           | ↓ 5.45       | ↓ 5.60         | ↓ 5.20        | ↑ 5.60          |
| 中国元     | 15.68          | ↓ 16.3       | ↓ 16.0         | ↓ 16.0        | ↓ 16.0          |

出所: Amundi Research, CACIB, 実績とコンセンサスは Bloomberg

## 株式

- 全 体 感** 足元は米中貿易摩擦再燃が波乱要因になっているが一時的。主要国の金融緩和スタンスに加え、世界貿易減速の影響も織り込みつつあり、企業業績の下方修正圧力は和らいできている。業種、銘柄による選別をより重視する局面は変わらず。
- 欧 州** 欧州議会選挙終了で政治リスクが後退も、米中貿易摩擦再燃による相場調整で割安感強まり、投資妙味向上。ただし、業種、銘柄の選別は慎重に。現時点では、ディフェンシブよりも景気循環に敏感なセクターが優位か。短期的な見直しも必要。
- 米 国** 長短金利が低下したこともあり、株式のバリュエーションは魅力的。特に、米中貿易摩擦の影響を受けにくいインフラ関連や保険などの一部金融、幅広いサービス分野に妙味。債券代替となるようなディフェンシブセクターは割安感に乏しい。
- 日 本** 米中通商交渉や、米国金融政策など、米国の政策スタンスの影響を受けやすい展開。利下げ観測の強まりは追い風。
- 新 興 国** 米中関係に翻弄されるも、内需が堅調なアジア諸国を中心に投資妙味。中国も景気対策効果を享受する内需系に妙味。

| 株式相場予想     |                |          |          |          |          |
|------------|----------------|----------|----------|----------|----------|
|            | 2019年<br>5月31日 | 19年6月末   | 19年9月末   | 19年12月末  | 20年3月末   |
| 日経平均(円)    | 20,601         | ↓ 20,700 | ↓ 20,600 | ↓ 21,000 | ↓ 21,700 |
| NYダウ(ドル)   | 24,815         | ↑ 24,400 | ↑ 24,900 | ↑ 26,100 | ↑ 26,200 |
| 独DAX(ポイント) | 11,727         | ↓ 11,490 | ↓ 11,790 | ↓ 11,870 | ↓ 12,040 |

出所: アムンディ・ジャパン、実績は Bloomberg

※当資料はアムンディ“Cross Asset Investment Strategy 2019/6”などを参考にして、アムンディ・ジャパンが作成したものです。

最終ページの「本資料のご利用に当たっての注意事項等」をご覧ください。

## 本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・ジャパン株式会社が投資家の皆さまに情報提供を行う目的で作成したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入あるいは売却を勧誘する目的で作成されたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

## 投資信託に係る費用について

投資信託では、一般的に次の手数料・費用をご負担いただきます。その料率は投資信託によって異なります。さらに、下記以外の手数料・費用をご負担いただく場合、一部の手数料・費用をご負担いただかない場合もあります。詳細は、投資信託説明書(交付目論見書)・契約締結前交付書面をご覧ください。または、販売会社へお問い合わせください(カッコ内には、アムンディ・ジャパン株式会社が設定・運用する公募投資信託のうち、最も高い料率を記載しています。)

投資信託の購入時:購入時手数料[最高料率3.78%(税込)]

投資信託の換金時:信託財産留保額[最高料率0.3%]

投資信託の保有時:運用管理費用(信託報酬)[実質最高料率2.2312%(税込)]、監査費用

運用管理費用(信託報酬)、監査費用は、信託財産の中から日々控除され、間接的に投資者の負担となります。その他に有価証券売買時の売買委託手数料、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税費用等を間接的にご負担いただきます。また、他の投資信託へ投資する投資信託の場合には、当該投資信託において上記の手数料・費用が掛かることがあります。

※上記の費用の合計額については保有期間等に応じて異なりますので、表示することはできません。

本資料は、特定のお客様の特定の投資目的および財務状況または要望を考慮して作成されたものではありません。

本資料に記載した弊社の見通し、予測、意見等(以下、見通し等)は、本資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

弊社は、本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

## リスクについて

・金融商品等の投資にあたっては、市場動向等、また投資信託等へ投資する場合にはその裏づけとなっている金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

・金融商品等の発行者または保証会社等の業務や財産の状況に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者または保証会社の業務や財産の状況に変化が生じた場合、金融商品等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

・デリバティブ取引においては、預託した証拠金を担保として、証拠金を上回る多額の取引を行うことがありますので、相場の変動の要因等により生じた損失の額が証拠金の額を上回る(元本超過損が生じる)ことがあります。

投資した資産価値の減少を含むリスクは、投資信託を購入のお客様が負うことになります。

投資信託は預金、保険ではなく、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関を通じて購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の保護の対象とはなりません。

お申込みの際は、投資信託説明書(交付目論見書)・目論見書補完書面等をお渡ししますので、必ず内容をご確認のうえご自身でご判断ください。

販売会社店頭へ投資信託説明書(交付目論見書)をご用意しております。

投資信託のお取引に関しては、クーリング・オフの適用はありません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者:関東財務局長(金商)第350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、日本証券業協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

<R1906040>