

2019年後半の景気は減速から安定へ

緩やかな成長とインフレの低下が資産価格にプラスに作用

2019年7月26日



ヘマント・バイジャル
インベスコ・フィックス・インカム
(IFI)
ヘッド・オブ・マルチセクター・
ポートフォリオ・マネジメント、
グローバル・デット・シニア・
ポートフォリオ・マネジャー



クラウディア・カストロ
IFI
フィックス・インカム・リサーチ
ディレクター

2019年4-6月期に見られたこと

- 世界的な成長の鈍化と中央銀行の緩和方向へのシフト
- 債券・為替市場では、新興国債券が好調だった一方、米ドルは軟化

先進国

- 米国は企業の慎重さから成長は緩やかに鈍化するものの、個人消費は底堅い見込み
- ユーロ圏も内需は底堅いものの、外需の不振とぜい弱さから政策対応の必要性はより高い
- 日本でも成長モメンタムの鈍化が続いているものの、労働市場のひっ迫とそれに対応した企業の投資が下支えに

中国やアジアの新興国

- 世界的な貿易不振とテクノロジー・サイクルの鈍化から先行き不透明な状況が続く公算
- 米中で貿易協定が締結されれば年後半の中国・アジア経済は安定へ
- いくつかの国で金融緩和の余地が浮上

中南米諸国

- 成長は期待外れだったものの、金融緩和余地は拡大
- コロンビア、アルゼンチンともに情勢は厳しいものの、2018年からは改善
- 米国の景気減速と大統領の政策の不確実性で低迷したメキシコ経済
- ブラジルでも状況は似通っており、年金改革は前進する見込み
- 世界的な金利の低下が緩和的な金融政策を可能にし、新興国資産を下支えする公算

今後の見通し

- 成長鈍化が続くものの、年末にかけては安定へ
- 先進国は企業部門の弱さと堅調な消費が共存
- 2019年の平均成長率は2.8%、2020年には3.1%と予想
- 米欧の金融・財政両政策は、金融資産にプラスに作用する公算
- 新興国でも金融緩和の余地が拡大
- 1-3月期に始まった資産価値に前向きな政策環境が今後も続く公算

ポートフォリオへの影響

- 米ドルの下落トレンドが続く見込み
- キャリー収益の見込まれる新興国通貨を選好
- 債券においても、先進国よりも新興国を選好

2019年4-6月期に見られたこと

世界的な成長の鈍化と中央銀行の緩和方向へのシフト

2019年4-6月期は、経済データ（成長が引き続き鈍化しました）と、それらのデータに対する市場の反応の両面で、1-3月期から特に変化はありませんでした。今後は、世界経済の成長モメンタムは7-9月期も鈍化を続けるものの、年末にかけては、低成長ながら、はるかに安定性が高まると私たちは予想しています。

予想通り、世界経済の成長は引き続き鈍化し、これに対応するため、ほぼすべての主要国の中央銀行が金融政策を緩和方向に転換しました。先進国が金融緩和スタンスを強めたことを背景に、チリやインドなど、新興国の中央銀行は、引き締め気味だった金融政策を緩和する流れに加わりました。この四半期における市場の反応も予想通りでした。金融緩和が広がる中、2018年に金融引き締めで苦しんでいたセクターが最も恩恵を受けることとなりました。

債券・為替市場では、新興国債券が好調だった一方、米ドルは軟化

4-6月期は、現地通貨建て新興国債券インデックスのリターンが5.6%、米ドル建て新興国債券インデックスのリターンが4%強となるなど、新興国資産のパフォーマンスが最も良好となった一方、米ドル・インデックスは1%近く下落しました¹。

この後は、地域ごとの詳細な観察を試みた後、2019年後半の見通しに進みたいと思います。

先進国

米国は企業の慎重さから成長は緩やかに鈍化するものの、個人消費は底堅い見込み

米国の成長は鈍化傾向にありますが、そもそもかつての水準が極めて高い水準にありました。私たちは、米国の成長率が2%弱の潜在成長率水準に向かっていくとみています。景気減速の一部は昨年の財政刺激策の効果の後退によるものですが、貿易をめぐる不透明感や世界景気の減速も要因です。サーベイ（聞き取り調査）では総じて企業の信頼感の低下が示されており、設備投資は今年鈍化しています。一方、個人消費は、堅調な雇用状況、賃金上昇、少なめの家計債務、高い信頼感などのおかげで、底堅く推移すると予想されます。インフレ率は米連邦準備理事会（FRB）の目標を下回っており、2020年までは2%に届くことはない見込みです。FRBは利下げの可能性を強く示唆しており、私たちは年内に合計0.5%ポイントの利下げが行われると予想しています。

ユーロ圏も内需は底堅いものの、外需の不振とぜい弱さから政策対応の必要性はより高い

ユーロ圏では、世界貿易へのエクスポージャーの高さから、（不透明感から貿易が減速する中）景気減速が続いています。景気の弱さは、主に製造業や貿易面で見られ始めましたが、内需主導のセクターは底堅さを示しています。ユーロ圏域内では、消費者信頼感は今現在の景気サイクルにおけるピークからは低下しているものの、依然として高い水準にあります。借り入れも可能で、労働市場は改善を続けています。ユーロ圏は、米国と同様に内需は底堅いですが、回復がぜい弱で、世界経済へのエクスポージャーが高いことを踏まえると、政策による支援の必要性はより高いといえます。私たちは、欧州中央銀行（ECB）が行動を起こす準備ができていると考えており、秋には緩やかな景気刺激（金融緩和）が行われ、夏の間にその可能性が示されるだろうと予想しています。

1. 現地通貨建て新興国債券インデックスはJ.P.Morgan GBI-EM Global Diversified、米ドル建て新興国債券インデックスは、J.P.Morgan EMBI Global Diversified、ブロード米ドル・インデックスは、主要10通貨の米ドルに対するバスケットのパフォーマンスに追従するBloomberg Dollar Spot Indexで代用しています。直接インデックスに投資することはできません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

日本でも成長モメンタムの鈍化が続いているものの、労働市場のひっ迫とそれに対応した企業の投資が下支えに

日本も貿易摩擦に苦しみました。1-3月期の経済成長は予想を上回るものとなりましたが、内容的には輸入の減少や公共投資によって押し上げられた持続不可能なもので、最近のサーバイではモメンタムの鈍化が続いていることが示されています。海外でのリスクの高まりを受け、企業は賃金の引き上げに消極的になっています。ただし、日本の労働市場は非常にタイトで、求人は旺盛ながら労働者の確保は困難です。このため、企業は人手不足に対処するための機械やソフトウェアへの投資を行っています。ひっ迫した労働市場と内需関連セクターの投資需要は、景気の下振れリスクの緩和につながる可能性があります。

中国やアジアの新興国

世界的な貿易不振とテクノロジー・サイクルの鈍化から先行き不透明な状況が続く公算

1-3月期は、中国で一部の経済指標に安定がみられたものの、アジアの新興国は、予想された通り、データの悪化から抜け出せませんでした。これは、世界的な貿易不振の兆候だと考えられ、実際、輸出や鉱工業生産は世界的に急激に落ち込んでいます。加えて、アジアは半導体などのテクノロジー・サイクルの鈍化による逆風も受けています。中国では、関税引き上げ前の輸出品の前倒し生産や、国内の政策緩和が1-3月期の景気安定の支援材料となりました。しかし先行指標は、世界的な需要の減退により、先行き不透明な状況がさらに続く可能性があることを示しています。

米中で貿易協定が締結されれば年後半の中国・アジア経済は安定へ

私たちが2019年後半の安定を予想していたのは、米中の貿易協定が締結されると期待していたためです。主要20カ国・地域（G20）会合の開催時に一時的に休戦となったものの、関税率の引き上げや通商協定合意に関する不確実性が続いているため、中国で景気刺激策が続いているにもかかわらず、年後半の中国とアジア新興国の成長にはさらなる下振れリスクがあります。この不透明さ・不確実性は、世界的な投資低迷の主要な要因であり、ひいてはアジアの輸出品に悪影響を及ぼすと考えられます。プラス面では、中国のさらなる緩和が4-6月期のデータ的大幅な改善につながると予想されます。

いくつかの国で金融緩和の余地が浮上

このような世界の環境、需要に基づくインフレ圧力の弱さ、需給ギャップの拡大によって、いくつかの国では利下げ余地が生まれており、そうした国としては、インドやインドネシア、韓国、マレーシア、フィリピン（さらにはロシアや南アフリカ）などがあります。

中南米諸国

成長は期待はずれだったものの、金融緩和余地は拡大

中南米諸国の経済成長は予想を下回っており、私たちは2019年と2020年の成長見通しを全面的に引き下げました。私たちが今後のけん引役として期待している、この地域の大国の期待はずれの状況となり、景気減速は小国へと広がりました。インフレ見通しについては、需給ギャップが広がり、インフレリスクが低下していることから、大きく変更してはしません。世界的な金融環境の緩和によって為替市場での新興国通貨の下押し圧力は抑えられ、すべての地域で中央銀行が景気を刺激すべく金融政策を緩和することが可能になると予想しています。

コロンビア、アルゼンチンともに情勢は厳しいものの、2018年からは改善

コロンビアでは依然として景気の回復が遅れており、アルゼンチンはマイナス成長と2桁のインフレ率という、同地域で最も経済が不振な国となっていますが、それでも、両国ともに2018年に比べれば改善しています。今年、アルゼンチン経済は高い確率でマイナス成長となる見込みですが、次第に安定し、10月の大統領選挙ではマクリ現大統領が再選するのではないかと期待しています。

米国の景気減速と大統領の政策の不確実性で低迷したメキシコ経済

メキシコの景気は、米国の景気減速とメキシコ国内政策の不確実性の影響を受けました。メキシコは、債務水準は低いものの、ロペスオブラドル大統領の常識外れの政策ミックスにより、経済のファンダメンタルズは悪化しているとみています。とはいえ、中央銀行の金融緩和を可能にするインフレの収束、高い実質金利、財政面の慎重さなどは前向きにとらえています。メキシコのソブリン債の格付けが非投資適格に格下げされることはないと思われませんが、国営石油会社は再び格下げされ、投資適格から除外される可能性があります。

ブラジルでも状況は似通っており、年金改革は前進する見込み

ブラジルでは、大幅な年金改革が承認されるかどうかについて私たちは楽観的に見ており、中央銀行が金融緩和で景気拡大を促すと予想しています。貿易をめぐる世界的な景気減速とブラジル国内の不振によってマイナスの需給ギャップが拡大し、国内経済の不透明さも環境の悪化につながりました。それでも、景気は回復し、来年には高成長が実現すると私たちはみています。

世界的な金利の低下が緩和的な金融政策を可能にし、新興国資産を下支えする公算

全体として、世界的な金利の低下は緩和的な金融政策を可能にし、新興国資産を下支えします。新興国にとっての最大のリスクは、長期にわたる米中の貿易紛争が、解決されるのではなく、本格的な貿易戦争となって景気後退につながることです。しかし、その可能性は低いとみています。

今後の見通し

成長鈍化が続くものの、年末にかけては安定へ

世界経済の成長モメンタムは7-9月期も鈍化を続けるものの、年末にかけては、低成長ながら、はるかに安定性が高まると私たちは予想しています。新興国の景気は年後半にやや改善するでしょうが、1-3月期時点に予想していたよりは低水準の成長率となる見込みです。貿易や、それに関連した投資の減速が、世界の景気減速の主要因となっています。国内の成長ドライバーは、インフレ期待の低下に弱さがみられるものの、ほぼすべての地域で安定しています。

先進国は企業部門の弱さと堅調な消費が共存

米国経済は、かつての高成長から、2%弱の潜在成長率に向かっていきます。前年の減税効果の後退、貿易をめぐる不透明感、世界的な景気減速も影響しています。ユーロ圏の低成長は、引き続き製造業と貿易の弱さが要因となっていますが、国内のサービス部門などはより底堅く推移しています。消費者信頼感は現在の景気サイクルにおけるピークからは低下しているものの、依然として高い水準にあります。

2019年の平均成長率は2.8%、2020年には3.1%と予想

成長率の変化は依然としてマイナス方向ですが、年後半にはある程度安定し、2020年には改善がみられると考えています。私たちの投資対象国の2019年の平均予想成長率は2.8%と、コンセンサスを多少下回っています。しかし、2020年の予想成長率は3.1%で、この改善は主に米国以外の国から生じるとみています。世界的に景気は弱含んでいるものの、依然としてリスク資産を下支えする潜在成長率、あるいはそれを若干下回る魅力的な水準にあります。

米欧の金融・財政両政策は、金融資産にプラスに作用する公算

金融・財政両政策は、資産にとってプラスの影響が予想されます。FRBが緩和バイアスに向かっていくことから、金融政策は世界的に支援的であり続けると予想されます。同様に、ECBはさらなる金融緩和の可能性がかなり高いと既に表明しており、私たちはどのような形で実施されるかを見守っているところです。

新興国でも金融緩和の余地が拡大

このような環境下、新興国の中央銀行も金融刺激策を講じる余地があります。インドからチリに至る新興国の中央銀行は既に金融緩和を実施済みで、他の中央銀行も追随すると予想されます。新興国の実質政策金利は依然として高い水準にあり、低下余地が残されています。実質金利の高さも、インフレが引き続き世界的に非常に抑制されている事実を浮き彫りにしており、インフレがある程度加速するような短期的なリスクはほとんど見当たりません。

1-3月期に始まった資産価格に前向きな政策環境が今後も続く公算

緩やかな成長とインフレの低下が合わさって、資産価格にはプラスに影響すると予想されます。世界の経済状況は今後も注視していきますが、景気後退は見込んでいません。1-3月期に始まった前向きな政策環境は、今後も当面は続くはずで

ポートフォリオへの影響

米ドルの下落トレンドが続く見込み

経済情勢や政策環境の変化により、私たちはポートフォリオのポジショニングについて安定した見通しを維持しています。米ドルはゆっくりと下落し、2019年後半から2020年にかけては、世界、特に新興国の米国に対する成長率格差が拡大する可能性があるため、米ドル安が加速する可能性があると考えています。私たちは、米ドルの中長期的トレンドが下落方向であり、2015年に始まった米ドル安は（2018年には米国の減税の影響から中断したものの）依然として続いているとの見方を維持しています。

図表1：米ドルの中長期トレンド（15年平均）と現在の水準



注：米ドル指数はICE（旧インターコンチネンタル取引所）のU.S. Dollar Index（DXY）。
出所：ブルームバーグ・データよりインベスコにて作成。データ期間：1973年12月31日～2019年6月28日（月次データ）。

キャリー収益の見込まれる新興国通貨を選好

先進国通貨がバリュエーション面の恩恵を受ける可能性がある一方で、新興国通貨はキャリー（為替の相手先通貨との金利差からの収益）の恩恵を受ける可能性が高いでしょう。私たちは、ポートフォリオで新興国通貨からのキャリー収益獲得を選好し、ブラジルレアル、インドルピー、インドネシアルピア、南アフリカランドへのエクスポージャーを増やしました。ノルウェークローネも選好しています。

図表2：キャリーを考慮すると魅力的な新興国通貨



注：J.P.Morgan GBI-EM Global Diversifiedの構成通貨。
出所：ブルームバーグ・データよりインベスコにて作成。データ期間：2002年12月31日～2019年6月28日（日次データ）。

債券においても、先進国よりも新興国を選好

先進国の債券よりも新興国の債券を引き続き選好しています。新興国の実質利回りが、先進国の実質利回りとの比較で、依然としてかなり高い水準にあるためです。一方で、年前半のクレジットのパフォーマンスが良好だったことを踏まえ、新興国と欧州でクレジット・エクスポージャーを削減しており、売却した資金は新興国の国債に再投資することを考えています。

図表3：新興国債券と先進国債券の実質利回り格差は依然として高水準

(新興国債券利回り－新興国のインフレ率)－(先進国債券利回り－先進国のインフレ率)



注：新興国債券の実質利回りは、J.P.Morgan GBI-EM Global Diversifiedの毎月末のYTMから、ブラジル、メキシコ、コロンビア、南アフリカ、ロシア、インドネシア、インドの毎月の消費者物価指数（CPI）前年比の平均値を控除して算出。先進国債券の実質利回りは、米国、カナダ、日本、ドイツ、フランス、英国、オーストラリアの毎月末の5年債利回りの平均値から毎月のCPI前年比の平均値を控除して算出。
出所：ブルームバーグ・データよりインベスコにて作成。データ期間：2007年1月～2019年6月（月次データ）。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・フィックス・インカムグローバル・デット・チーム（以下、「作成者」）が執筆した英文資料の抄訳に基づき、インベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が作成したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳の場合には、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306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