

アムンディのマクロ経済、市場見通し(2019/9)

マクロ経済

**グローバル** 今夏は、ほぼ例外なく世界的に景気の弱さが示された。2019、2020年共に小幅下方修正。製造業の活動が停滞。非製造業は良好な雇用環境を背景に個人消費が底堅く、減速ペースは製造業よりは軽微にとどまっている。しかし、米国をはじめ世界的に金融緩和が進行していることもあり、景気失速リスクは今のところ小さいと考える。

**日本** GDP 過去修正の影響で2019年通年では上方修正も、4-6月期の改定値で民間企業設備投資が低調であったことを受け、2020年はその影響を受けると考えて下方修正。その他、中国の成長率6%割れの可能性拡大、緩やかな円高傾向も影響か。ただし、IT技術の革新から景気は拡大余地があり、失速リスクは小さいと考える。

**米国** 潜在成長率(+2%程度とされる)に向けて緩やかに減速する見通しを維持する。2019、2020年の景気後退リスクは小さい。個人消費が良好な雇用環境を背景に底堅いものの、設備投資、輸出の減速が目立ち、成長率を押し下げよう。積極財政の効果漸減も不透明要素。しかし、年末以降は金融緩和の景気下支え効果が期待できる。

**ユーロ圏** 景気減速が続き、2020年も低成長が続くと予想する。個人消費が比較的底堅い一方、輸出の減速で在庫が積み上がり、生産抑制による在庫投資減少が景気減速の要因となろう。2020年の下方修正は、製造業の活動停滞が内需にも影響し出すことを考慮。国際政治リスクが経済活動の全般的な委縮につながることに警戒。

**英国** EU(欧州連合)離脱の期限が10月末に迫るが、まだ先行きは不透明なまま。離脱後の経済への不透明感から企業の投資手控えが続き、4-6月期は7年ぶりマイナス成長。その後も低成長で2019、2020両年を下方修正。

**中国** 米国の関税強化が企業へのコストダウン圧力となり、徐々に経済活動に影響を与えている。当局は預金準備率引き下げ、消費刺激策、資本取引規制緩和など打ち出すが効果は限定的。2020年の成長率+6%割れを予想。

| (%)     | 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           | ↓ 2.3    | ↓ 1.7    | 2.4             | ↓ 1.8    | ↓ 2.3    |
| 日本      | 0.8           | ↑ 1.0    | ↓ 0.5    | 1.0             | ↓ 0.8    | ↓ 1.0    |
| ユーロ圏    | 1.9           | 1.0      | ↓ 1.0    | 1.8             | ↑ 1.3    | ↑ 1.5    |
| ドイツ     | ↑ 1.5         | ↓ 0.6    | ↓ 0.7    | 1.7             | ↑ 1.5    | ↑ 1.7    |
| フランス    | 1.7           | 1.3      | ↓ 1.2    | 2.1             | ↑ 1.3    | ↓ 1.4    |
| イタリア    | 0.7           | 0.1      | ↓ 0.4    | 1.1             | ↓ 0.6    | ↓ 1.0    |
| スペイン    | 2.6           | ↓ 2.2    | ↓ 1.9    | 1.7             | ↓ 0.8    | ↓ 1.1    |
| 英国      | 1.4           | ↓ 1.2    | ↓ 1.1    | 2.5             | ↑ 1.9    | ↑ 2.0    |
| ブラジル    | 1.1           | ↓ 0.9    | ↓ 1.6    | 3.7             | ↓ 4.0    | ↓ 4.4    |
| メキシコ    | 2.0           | 1.0      | 1.8      | 4.4             | 3.6      | 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           | ↓ 1.2    | 1.7      | 2.9             | 4.8      | 4.0      |
| インド     | 7.4           | ↓ 5.7    | ↓ 6.5    | 4.0             | ↓ 3.3    | ↓ 4.2    |
| インドネシア  | 5.2           | ↑ 5.1    | ↓ 5.2    | 3.2             | 3.5      | ↓ 3.8    |
| 中国      | 6.6           | 6.2      | ↓ 5.8    | 2.1             | ↑ 2.4    | 2.5      |
| トルコ     | 2.9           | ↓ -1.8   | 1.5      | 16.2            | 15.6     | 12.9     |
| 先進国     | 2.2           | 1.7      | ↓ 1.4    | 2.0             | 1.6      | ↓ 1.8    |
| 新興国     | 4.9           | ↓ 4.2    | ↓ 4.4    | 4.0             | ↑ 4.0    | 3.9      |
| 世界      | 3.8           | ↓ 3.2    | ↓ 3.2    | 3.2             | 3.0      | 3.1      |

出所: Amundi Research, CACIB (メキシコ, オーストラリア)

↑ 前号から上方修正  
↓ 前号から下方修正

政策金利

**F E D** 年内に1回・0.25%の利下げを想定。個人消費を中心に内需が底堅いことから、利下げは予防的な手段にとどまろう。市場の一部が予想している今後1年で1%の利下げは景気減速がさらに深くない限り可能性は低い。

**E C B** 預金ファシリティ金利下げ、資産購入プログラム(APP)再開など、大規模な緩和パッケージを打ち出し、明確に金融緩和へ転換。ラガルド新総裁就任(11月)前に緩和実績作り、さらに動きやすい流れに。年内に追加緩和も。

**日 銀** 長期金利操作はある程度柔軟化も、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を続けよう。インフレ率はプラス圏維持ながら低位続き、消費税増税、オリンピックのイベント効果剥落などを考慮すると、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金融緩和スタンスを堅持。2020年には利下げの可能性。

**新 興 国** ドル高に伴うインフレ圧力が後退。自国経済の減速もあり、2020年に向け、多くの国で利下げ基調が続こう。

| (%) | 政策金利           |              |                |               |                 |
|-----|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
|     | 2019年<br>8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 | 2.25           | ↓ 1.75       | ↓ 2.00         | ↓ 1.75        | ↓ 2.00          |
| ECB | -0.40          | ↓ -0.50      | ↓ -0.50        | ↓ -0.60       | ↓ -0.60         |
| 日銀  | -0.10          | -0.10        | -0.10          | -0.10         | ↑ 0.00          |
| BOE | 0.75           | 0.75         | ↓ 0.75         | ↓ 0.50        | ↓ 0.75          |

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)

※預金ファシリティ金利: 金融機関の余剰資金の各国中央銀行への預入金(現: -0.4%)

## 中長期金利

- 米 国** 景気失速リスクは小さいものの、今後 1 年間に複数回利下げするとの思惑が根強く残り、中長期金利は引き続き低水準が続こう。特に中短期ゾーンに金利低下余地があり、全体ではブルスティープ(金利低下・イールドカーブ[利回り曲線]急勾配化)が進もう。ただし、景気が予想以上に底堅い場合は期待が剥落し、金利変動が大きくなるケースも考えられる。
- ド イ ツ** ECB が金融緩和に踏み切って景気先行き不安が後退し、中長期金利は足元やや上昇。ただし、追加緩和があり得るため、短期ゾーン中心に低位が継続。長期ゾーンがより上昇するベア・スティープ(金利上昇・イールドカーブ急勾配化)を予想。
- 日 本** 世界的に金融緩和が進んでいることから、世界景気の下振れリスクはやや後退している。国内景気も下振れリスク抱えつつも底堅さが見られ、早期に日銀が金融緩和に踏み切る可能性は小さい。中長期金利も当面はほぼ横ばいで推移しよう。
- 英 国** EU(欧州連合)離脱の先行きは依然不透明で、企業中心に経済活動の委縮が続き、今後利下げに転じる可能性も否定できない。中長期金利は EU 離脱を前提に、その後の経済混乱を踏まえブルフラット(金利低下・イールドカーブ平坦化)を予想。

| 2年物国債利回り予想  |                |              |                |               |                 |
|-------------|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (%)         | 2019年<br>8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          | 1.50           | ↓ 1.2/1.4    | ↓ 1.75         | ↓ 1.3/1.5     | ↓ 1.78          |
| ドイツ         | -0.93          | ↓ -0.9/-0.7  | ↓ -0.75        | ↓ -0.9/-0.7   | ↓ -0.68         |
| 日本          | -0.30          | ↓ -0.3/-0.2  | ↓ -0.23        | ↓ -0.3/-0.2   | ↓ -0.16         |
| 英国          | 0.40           | ↓ 0.2/0.4    | ↓ 0.49         | ↓ 0.2/0.4     | ↓ 0.58          |
| 10年物国債利回り予想 |                |              |                |               |                 |
| (%)         | 2019年<br>8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          | 1.50           | ↓ 1.4/1.6    | ↓ 2.03         | ↓ 1.6/1.8     | ↓ 2.12          |
| ドイツ         | -0.70          | ↓ -0.5/-0.7  | ↓ -0.33        | ↓ -0.5/-0.7   | ↓ -0.29         |
| 日本          | -0.27          | ↓ -0.2/0     | ↓ -0.14        | ↓ -0.2/0      | ↓ -0.09         |
| 英国          | 0.48           | ↓ 0.5/0.7    | ↓ 0.84         | ↓ 0.5/0.7     | ↓ 1.00          |

## 為替相場

- ユ ー ロ** Brexit(英国の EU[欧州連合]離脱)リスクだけでなく、ユーロ圏全般の景気減速の影響もあり、ユーロ安傾向となっている。しかし、ECB(欧州中央銀行)が金融緩和に踏み切ったこともあり、今後は景気先行き不安の後退がユーロを下支えしよう。
- 米 ド ル** 日米金利差は、米国の年内あと 1 回・0.25%の利下げを織り込み、利下げが実現しても米ドル安は限定的。しかし、日銀側に追加緩和の可能性が低く、相対的な政策スタンスの差(米→緩和、日→不変)が緩やかな円高・米ドル安に作用しよう。
- 英 ポ ン ド** 引き続き Brexit に対する市場の見方によって上下動きやすい展開。合意なき離脱も半ば織り込んでいるため底堅い展開。
- 豪 ド ル** 2 会合連続、計 0.5%利下げ(6、7 月)を受け景気下押しリスク後退。中国情勢など不透明感払拭されず、持ち直しも限定的。
- 新 興 国** 米中貿易摩擦再燃で急落した 8 月から、全体的にはやや持ち直す展開。ただし、国内政治情勢等で動きのバラつき大きい。

| 為替相場予想  |                |              |                |               |                 |
|---------|----------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (対円)    | 2019年<br>8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     | 116.87         | ↓ 116        | ↓ 119          | ↓ 118         | ↓ 121           |
| 米ドル     | 106.28         | ↓ 105        | ↓ 105          | ↓ 104         | ↓ 104           |
| 英ポンド    | 129.22         | ↓ 130        | ↓ 131          | ↓ 129         | ↓ 134           |
| 豪ドル     | 71.55          | ↓ 72.5       | ↓ 72.5         | ↑ 74.0        | ↓ 73.0          |
| ブラジルレアル | 25.63          | ↓ 26.75      | ↓ 27.00        | ↓ 26.75       | ↓ 27.25         |
| トルコリラ   | 18.60          | ↓ 15.4       | ↓ 17.2         | ↓ 14.9        | ↓ 16.6          |
| メキシコペソ  | 5.30           | ↓ 5.15       | ↓ 5.30         | ↓ 5.00        | ↓ 5.25          |
| 中国元     | 14.85          | ↓ 14.4       | ↓ 14.8         | ↓ 14.6        | ↓ 14.7          |

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

## 株式

- 全 体 感** 世界的に金融緩和が広まり、景気先行き不安が後退。株価は 8 月の急落局面から反発。景気重視の政策が続けば上昇傾向が続こう。ただし、景気下押しリスクは依然大きく、バリュートを基軸とした選別色の濃い投資スタンスが適当と考える。
- 欧 州** ECB(欧州中央銀行)の金融緩和再開を受け、景気先行き不安の緩和から株価は反発している。しかし、年後半の企業業績はまだ楽観できず、再度の調整局面も否定できない。事業面、財務面の強固さに注目した投資スタンスを維持したい。
- 米 国** ここまで年内複数回の利下げを見込んで上昇[史上最高値更新]し、割安感がなくなってきた。ただし、依然過去の景気後退局面並みに低バリュートに放置されている、景気敏感ながら優良な工業、大手銀行には投資妙味あり。資産株は割高。
- 日 本** 消費税増税後の景気不透明感あり、上値余地は狭まってきたが、世界的な金融緩和の後押しで、割安感も手伝い底堅い。
- 新 興 国** 多くの国で金融緩和され、先進国と同様景気先行き不安が後退。依然割安感あり、成長率、改革機運の高い国で上昇へ。

| 株式相場予想     |                |          |          |          |          |
|------------|----------------|----------|----------|----------|----------|
|            | 2019年<br>8月31日 | 19年9月末   | 19年12月末  | 20年3月末   | 20年6月末   |
| 日経平均(円)    | 20,704         | ↓ 21,000 | ↓ 21,400 | ↑ 22,600 | ↓ 22,600 |
| NYダウ(ドル)   | 26,403         | ↓ 26,600 | ↓ 26,700 | ↓ 27,600 | ↑ 28,600 |
| 独DAX(ポイント) | 11,939         | ↓ 12,000 | ↓ 12,600 | ↓ 13,080 | ↓ 13,150 |

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 2019/9”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) ※消費税率10%の場合は3.85%]

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) ※消費税率10%の場合は2.254%]、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

< R1909067 >