

アムンディのマクロ経済、金利・為替市場の見通し(2016/11)

マクロ経済の見通し

米 国 景気サイクルの終えん。年平均2%で7年間続いた景気拡大は収束に向かい、17年のGDP成長率は潜在成長率並みに戻ろう。潜在成長率は金融危機、生産性の伸び鈍化、人口構造の変化によって低下した。今後2年間は、潜在成長率を超えない成長が続く見込みだが、企業が生産性を取り戻せるかどうかによって変化しよう。なお、景気サイクルの終えんは、景気後退を意味するものではない。景気後退を引き起こす、企業の過剰投資のような、国内要因の不安定要素は見当たらない。

日 本 底堅い賃金上昇が消費の後押しとなろう。賃金上昇は、労働市場のタイト化を反映して17年に加速するであろう。政府は賃金上昇に強い意欲を持ち、企業収益圧迫になるにもかかわらず、安倍首相は再度17年の賃上げ要求をしている。円高、人民元安により、観光業が上向かないが、以前の爆買いからサービス体験型へと傾向がシフトしつつある。事業規模28兆円の景気対策のうち、国の支出は6.2兆円であり、うち3.2兆円は16年10月に成立し、現在政府は残り3兆円を17年度に計上する予定である。また、首都圏東京では2020年オリンピックに向けての準備が進んでいる。企業収益は7-9月期に落ち込んだが、その後回復。今後は新興国の低迷(特に中国)、原油供給不安、消費低迷によって苦戦しよう。輸出は、安定した円相場と堅調なアジア市場を背景に17年は上向き。経済は17年は+0.7%と安定成長を遂げ、18年に+1.1%と加速し、潜在成長率を上回るであろう。過度に弱いインフレによって、他の先進国同様、リフレ政策が不可欠となろう。

ユ ー ロ 圏 13年後半から続く景気回復は緩慢なペースで継続しよう。個人消費がけん引役となるが、原油安、ユーロ安、金融緩和を背景とした加速は一巡しつつある。政治的リスクが依然高い。固定資産投資は、ドイツやフランスで回復の兆候示すが、国によってかなりの温度差がみられる。景気回復を背景に、労働市場が改善、個人消費が押し上げられたものの、エネルギー価格安でインフレは目標を下回っている。16年後半から17年にかけての政治イベントや選挙で、EU懐疑主義が台頭しつつあり、既存政権が弱体化している。加えて、Brexitで17年の不確実性は増し、企業信頼感や耐久消費財に影響が開始した。17~18年は外部環境が悪化するであろう。これまで苦境に立たされた新興国経済に回復の兆候がみられるものの、重要なパートナーである英国(対英輸出はユーロ圏GDPの4%を占める)の景気減速、ポンド安が足かせとなろう。16年は1.6%の成長となるのに対し、17年は1.3%とやや成長鈍化を予想。年内に政治的リスクは収束するも、前述した景気押し上げ要因の一巡を理由に、18年も1.3%成長と予想。

(%)	実質GDP成長率(%)				インフレ(GPI, 前年比%)			
	15年	16年(予)	17年(予)	18年(予)	15年	16年(予)	17年(予)	18年(予)
米国	2.6	1.5	2.0	2.2	0.1	1.3	2.5	2.3
日本	1.0	0.6	0.7	1.1	0.8	-0.1	0.8	1.1
ユーロ圏	2.0	1.6	1.3	1.3	0.0	0.3	1.3	1.2
ドイツ	1.5	1.7	1.4	1.5	0.1	0.4	1.5	1.3
フランス	1.3	1.2	1.2	1.2	0.1	0.3	1.2	1.0
イタリア	0.8	0.9	1.1	1.2	0.1	0.0	1.1	1.0
スペイン	3.2	3.1	1.8	1.1	-0.5	-0.4	1.3	1.1
英国	2.2	1.7	1.0	1.5	0.1	0.7	2.5	1.9
ブラジル	-3.8	-2.5	-0.5	1.4	9.0	8.0	6.0	5.5
ロシア	-3.7	-0.7	1.0	1.8	15.5	7.6	5.5	5.0
インド	7.6	7.5	7.6	7.6	5.2	5.4	5.2	5.2
インドネシア	4.8	5.0	5.2	5.2	6.4	4.5	4.5	4.5
中国	6.9	6.7	6.4	6.0	1.4	1.2	1.5	1.4
トルコ	4.0	2.6	3.0	3.0	7.7	8.0	7.8	7.6
先進国	2.1	1.5	1.6	1.7	0.2	0.8	1.8	1.7
新興国	4.2	4.1	4.4	4.5	4.0	4.0	3.9	3.3
世界	3.3	3.0	3.2	3.3	2.4	2.6	3.0	2.6

出所:実績は Bloomberg

- 英 国** 政治的不透明が内需の重しに。EU 離脱に伴う不透明感から中期見通しは芳しくない。将来への不安から 17 年の投資は弱含むであろう。インフレは加速しよう。英ポンドの実質実効レートは 20%下落し、40 年で最安値となったことから、輸入インフレが起こっており、17 年前半に CPI は 3% 超えとなろう。実質購買力の低下が個人消費の重しとなり、さらなる投資低迷につながる恐れがある。これらを打ち消すほど、輸入は力強くはないだろう。こうした状況を鑑み、成長鈍化を予想、17 年は 1% 程度の成長ペースとなろう。ただ、全体的な政策スタンスはさらに拡張的となり、リセッションは回避されよう。中銀は中立スタンスで、際立った緩和拡大を控える一方、政府は財政出動で景気を刺激しよう。こうしたシナリオから、18 年に成長は緩やかに加速しよう。
- ブラジル** プラス成長転換には時間を要しよう。政局は安定したものの、景気回復にはまだ道半ばである。労働市場は依然として窒息状態にあり、失業率は上昇、実質賃金は低下し、個人消費の重しとなっている。投資低迷はそれほど目立っていないが、景気回復の重しとなっている。それでも財政、金融政策は、市場の信頼を得るため引締め気味でなければならない。財政再建は政府債務対 GDP 比の安定のために必要だが、景気には非常に厳しい。財政破たんリスクがあり、しかもインフレ期待が高止まりする環境下ではあるが、中銀には多少の政策発動の余地がある。1 バレル 70 ドルを超えるような原油価格の顕著で継続的なリバウンドもない中で、17 年は -0.5% と、マイナス成長を予想。18 年にリセッションから脱するも、大統領選の不確実性が重しとなろう。
- ロシア** 2 年間もの景気低迷という、著しい調整を経て、17 年は +1~1.5% というわずかながらもプラス成長に振り返りこよう。以前の水準には届かないものの、原油価格の底打ちで投資も回復しよう。穏やかなインフレからさらなる利下げ期待されよう。ただし、期待インフレの高まりや懐疑的な財政赤字削減により、緩和は限定的となろう。
- トルコ** 国内の信用拡大に裏打ちされた個人消費が、成長に貢献しよう。原油価格の回復で、政治的背景が必ずしも資本流出を引き起こさないだろう。たとえ、インフレ圧力やマーケットの懸念がなくとも、弱気サイクルは続こう。政治リスクの高まりや財政政策の信頼性が疑問視されており、マーケットの厳しい評価にかなわなければ、資本流出リスクが高まろう。加えて商品価格上昇が、家計を直撃している。金融緩和や景気刺激策に裏打ちされた成長は、財政リスクとインフレリスクをもたらそう。
- 中国** 中国経済の安定は、世界経済見通しの改善に重要な役割を果たそう。中国経済の持ち直しは 16 年末までと予想され、17 年末までは安定しよう。中国はハードランディングしないであろう。債券の大量発行と不動産バブルの解決に尽力することで、遅らすことができよう。17 年の GDP 成長率を 6.4%、穏やかな人民元安(17 年末対ドル 7.2 元)を予想する。

主要政策金利の見通し

F R B 市場参加者の大勢は、FF 金利は 12 月に 0.25%、17 年は 0.25%刻みで 2 回引き上げられると予想しているが、トランプ大統領の誕生でその可能性は高まったと言えよう。インフレ期待も以前よりは高まった。しかし、一方で金利先高観がドル高をもたらすため、利上げペースが速まることにはつながらないと思われる。また、FRB(連銀)が保有する米国債購入も見逃せない。現在、FRB は約 2.4 兆ドルの米国債を保有している。17 年は 2000 億ドル程度が償還となり、米国債に再投資される。これは、中長期金利を抑制する要因となろう。主な市場参加者は、FRB による償還見合いの米国債購入は、少なくとも 18 年半ばまでは継続されると予想している。

E C B 現状 17 年 3 月までとしている量的緩和を延長する公算が大きい。インフレ率が目標+2%弱を依然として大きく下回っていること、最近半年程度、雇用指標の目立った改善が見られないこと、拙速な緩和縮小が長期金利を押し上げ、インフレ目標の達成を遅らせかねないこと、などがその理由である。市場では、少なくともドイツの総選挙が終わる 17 年 9 月以降まで延長するとの見方が大勢である。月当たりの購入額(800 億ユーロ)を減額する可能性は否定しない。購入する国債の構成の変更は政治的な問題でもあるので見送られよう。銀行債と株式を購入対象に加える可能性は低く、マイナス金利を深掘りする可能性も低いと予想する。

日 銀 現行の政策(長短金利操作付き量的・質的金融緩和)を粘り強く継続し、インフレ率(コア CPI)が+2%を安定的に上回るまで、日銀は積極的な国債購入によってマネタリーベースの拡大を図ろう。また、必要ならばマイナス金利(現行-0.1%)を深掘りする可能性も否定できない。一方、長期金利の操作目標が議論の対象になることは、17 年については可能性が低いと見込まれる。

B O E 6 月に Brexit(英国の EU 離脱)が国民投票によって選択された後、8 月に 0.25%への利下げと量的緩和の拡大が実施された。今後、Brexit を控えて景気が大きく減速するような局面があれば、追加利下げやさらなる量の拡大も予想される。なお、英ポンド下落によってインフレ期待が高まっても、それが理由で緩和姿勢を後退させることは考えにくい。

新 興 国 中国: 穏健な金融政策を維持しよう。利下げなどマクロ政策よりも機動的な資金供給が中心となろう。
トルコ: 金融政策の簡素化がすすめられよう。政策金利は経済、政治等の情勢次第で流動的。
南アフリカ: 景気が低迷しているものの、政治不安から来る通貨押し下げ懸念がくすぶり、緩和の可能性低い。
ブラジル: 景気低迷、通貨持ち直しでインフレ率は 17 年にも目標上限(+6.5%)に届く公算大きく、利下げ継続。
メキシコ: 「トランプリスク」で通貨防衛色の濃い政策スタンス。年内から年明け後も追加利上げの可能性あり。

(%)	16年 11月28日	当社予想 6カ月先	コンセンサス Q2_17	当社予想 12カ月先	コンセンサス Q4_17
FRB	0.50	0.75	0.90	1.25	1.10
ECB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
日銀	-0.10	-0.20	-0.10	-0.30	-0.10
BOE	0.25	0.25	0.20	0.00	0.25
オーストラリア	1.50	1.50	1.30	1.25	1.30
中国	4.35	4.35	4.20	4.35	4.10
ブラジル	14.00	13.00	11.85	12.00	10.90
メキシコ	5.25	5.25	5.15	5.50	5.40
トルコ	8.00	7.50	7.65	7.50	7.70
南アフリカ	7.00	7.00	7.15	7.00	7.05

出所:実績は Bloomberg

中・長期金利の見通し

- アメリカ** 短期的にはベアスティーブだが、中長期的にはややベアフラットに転じると予想される。拡張的財政政策は金利先高観によるドル高進行をもたらし、インフレ期待を抑える可能性があるほか、連銀保有国債の償還に伴う国債購入が17年は2000億ドル程度想定され、需給面でも長期金利の過度な上昇を抑えよう。
- ユーロ圏** ECBによる国債購入の期限延長が予想される。しかも、域内の政治的な不安定さを背景に、緩和スタンスが後退する可能性は当面低く、金利上昇を抑制しよう。
- 日本** 長短金利操作付き量的・質的金融緩和によって、マネタリーベースの積み上げが進むのに加え、10年以下の金利水準は抑制されるため、長期金利は引き続き低位安定が続こう。
- 英国** 目先は米金利上昇に振られるものの、Brexit(EU 離脱)が現実味帯びてくれば新規投資手控えが景気を押し下げることが予想され、金融政策も強力な緩和スタンスが維持されるため、金利上昇余地は限られよう。

2年物国債利回り予想					
(%)	16年	当社予想	コンセンサス	当社予想	コンセンサス
	11月28日	6カ月先	Q2_17	12カ月先	Q4_17
米国	1.10	0.8/1.0	1.10	1.4/1.6	1.34
ドイツ	-0.77	-0.6/-0.4	-0.58	-0.6/-0.4	-0.52
日本	-0.16	-0.4/-0.2	-0.31	-0.4/-0.2	-0.37
英国	0.10	0.0/0.2	0.30	0.0/0.2	0.38
10年物国債利回り予想					
(%)	16年	当社予想	コンセンサス	当社予想	コンセンサス
	11月28日	6カ月先	Q2_17	12カ月先	Q4_17
米国	2.31	2.4/2.6	1.92	2.2/2.4	2.13
ドイツ	0.20	0.2/0.4	0.29	0.2/0.4	0.41
日本	0.01	0.00	-0.07	0.00	-0.06
英国	1.38	1.4/1.6	1.38	1.4/1.6	1.56

出所:実績は Bloomberg

為替相場の見通し

- ユーロ** ECBによる非伝統的金融政策(マイナス金利とQE)でユーロは下落し始め、14年のマイナス金利導入でさらに下落した。堅調な経常黒字もユーロ下支えとならず、投資流出が継続している。(欧州の投資家は巨額の外債に投資し、非欧州の投資家は徐々にユーロの比率を落としている)。ファンタメンタルズは評価されず、明らかにECBの政策でユーロ安が定着している。17年はどの程度までユーロ安が進むのか? ECBの資産購入プログラムがいつまで続くのか、欧州投資家があとどれくらい大量の外債(おそらく米国債)を買い続けるのかが問題である。ユーロ圏のインフレが上向いて来れば、17年4-6月期にQE縮小の議題が上ることになり、ユーロを下支えする要因となろう。
- 米ドル** 中短期でドル上昇圧力が続こう。新大統領の財政政策への期待から、長期金利上昇が加速し、期待インフレの高まりがここ数週間のトレンドとなっている。長期金利の強気トレンドは17年中は続かず、早い段階で最高潮に達し、その後は調整が続こう。ドル実効レートは主に2つの要因(金利差と商品価格、特に原油)によって決定されよう。ドルは1-3月期は一時的に上昇するも、4-6月期は続かないであろう。大規模な予算からも、特異の金利上昇がドルの下支えとなろう。一方、予想外の労働市場の減速によって、FEDは慎重にならざるを得ないであろう。据え置き(景気後退の場合)、もしくは逆行(利下げまたはQEプログラムの再試行)が起こった場合、ドルにとっては悪材料となろう。

対米ドル相場	16年	当社予想	コンセンサス	当社予想	コンセンサス
	11月28日	6カ月先	Q2_17	12カ月先	Q4_17
ユーロ	1.06	1.05	1.09	1.10	1.11
日本円	112	115	106	110	108
英ポンド	1.24	1.17	1.23	1.22	1.27
カナダドル	1.34	1.40	1.33	1.45	1.29
豪ドル	0.75	0.75	0.74	0.70	0.74
NZドル	0.71	0.70	0.70	0.70	0.70
中国元	6.90	7.10	6.85	7.20	6.90
インド	68.58	70.00	67.61	70.00	67.00
ブラジル	3.39	3.40	3.40	3.40	3.40
メキシコ	20.63	20.00	18.50	19.50	18.35
南アフリカ	13.73	14.30	14.59	14.40	15.00
トルコ	3.42	3.40	3.23	3.60	3.30

注:ユーロ、英ポンド、豪ドル、NZドルは1対象通貨当たり米ドル表示
出所:実績は Bloomberg

- 日 本 円** サプライズ的な政治イベントと、日銀の金融政策に対する疑念が相まって、円高が進行。円は 16 年最も下落した通貨の1つであり、日本の投資家は即座にドルのエクスポージャーをヘッジしたであろう。一方、トランプ次期大統領誕生で、米国にインフレ期待が生じ、米国金利が上昇。一方、日銀の長短金利操作付き量的・質的金融緩和が円の上値を重くしており、日米間の金融政策の方向性の違いが明確になろう。日銀による資産購入プログラムは円高圧力の低下に奏功するまで続けられよう。(ドル円相場は 110 円までを予想)
- 英 ポ ンド** 政局改善がカギ。EU 離脱がポンドの下落要因で、英経済の将来の不確実性が問題視された。特に、6/23 の国民投票と、10/2 のメイ首相の 17 年 3 月までに EU を離脱する通告が為替相場に影響した。今後ポンドはどうか？中短期では政治が重要なカギとなろう。さらには、EU 離脱のプロセスがポンドにどんな影響を与えるかは、ソフト Brexit なのか、ハード Brexit なのかで変わろう。ソフト Brexit の場合、ポンド下落はゆるやかとなるが、ハード Brexit の場合、ポンドはさらに下落し、根本的な構造改革の必要性が生じ、さらなる不確実性を引き起こそう。そうなれば、外部セクターへの懸念が頭をもたげる。現在対 GDP 比約 6%の経常赤字、GDP の 500%の対外債務を抱えるが、将来の不確実性が高まれば英国資産は売られ、経常赤字をファイナンスできるかどうかのファンダメンタルズに、マーケットは注視しよう。
- 新 興 国** 商品価格の回復を背景に、メキシコを除いた資源を産出する新興国の通貨は対ドルで強含んだ。CRB 金属インデックスと原油価格はそれぞれ 28%、33%上昇した。同時にロシアルーブルは対ドルで 15.4%上昇するなど、資源国通貨は年初は過小評価されていた。米大統領選挙の結果が、為替市場に多大なる影響を及ぼした。世論調査での共和党トランプ候補の優勢との報道と平仄を合わせてメキシコペソは下落し、トランプ次期米大統領の誕生で、メキシコペソは史上最安値を付けた。次期政権による移民政策や貿易政策の大転換への懸念が高まり、カナダドルや他の新興国通貨も大きく売られた。

※当資料はアムンディ“Cross Asset Investment Strategy 2016/11”を参考にして、アムンディ・ジャパンが作成したものです。

当資料に関してご留意いただきたい事項

投資信託に係るリスクについて

投資信託は、値動きのある有価証券に投資しますので、基準価額は変動します。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を要因として、基準価額の下落により損失が生じ、投資元金を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。また、投資信託は預貯金とは異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託ごと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。お申込みの際は投資信託説明書(交付目論見書)・契約締結前交付書面をよくご覧ください。

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。

<ご注意>

上記に記載しているリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。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、お申込みの際には、事前に投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

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

【当資料のご利用にあたっての注意事項等】

当資料は、アムンディ・ジャパン株式会社(以下、弊社)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あり、投資勧誘を目的に作成されたものではありません。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料の作成にあたり、弊社は情報の正確性等について細心の注意を払っておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に記載した弊社の見通し、予測、予想、意見等(以下、見通し等)は、当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。また当資料に記載した弊社の見通し等は将来の景気や株価等の動きを保証するものではありません。

最終ページの「当資料のご利用にあたっての注意事項等」をご覧ください。