

アムンディのマクロ経済、市場見通し(2019/3)

マクロ経済

- グローバル** 世界的な景気減速が懸念されている。米中貿易摩擦、英独仏など欧州の中心国での政治的動揺等による不透明感増大が、在庫抑制など企業活動を慎重化させ、世界貿易の伸び悩みを長引かせる可能性もある。しかし、欧米金融当局が緩和気味の姿勢に転換したことが景気刺激要因となり、景気後退に至るリスクは小さい。
- 日本** 19年は自然災害の影響や在庫調整が一巡し、健全さを取り戻そう。消費税率引き上げについては、駆け込み需要に対する反動減を手厚い財政措置(GDP比約0.5%)が相殺しよう。人手不足対策の省力化投資やオリンピック向けの建設投資などが押し上げ要因となろう。20年も積極財政効果が続き、景気は底堅いと見込まれる。
- 米国** 積極財政の景気刺激効果減退、利上げの累積的な景気押し下げ効果で成長の鈍化が続き、19年は年率+2%台前半、20年には同+1%台前半へ減速しよう。良好な雇用環境が当分続き、個人消費が景気をけん引するものの、先行き懸念は次第に強まろう。ただし、金融政策正常化の休止もあり、景気後退に陥るリスクは小さい。
- ユーロ圏** 世界的な景気減速を背景に輸出の伸びが鈍化し、外需依存度\*が高い(45%、17年)ユーロ圏経済を下押し。伊予算問題はほぼ解決も、英独仏の政治的な動揺が経済活動を委縮させるリスクに要注意。スペインの予算否決・総選挙前倒し(4月28日)もひとまず注視。一方、ECBの事実上の緩和強化への転換は景気に追い風。
- 英国** EU(欧州連合)離脱が短期延期される可能性が急浮上。しかし、離脱後の景気について不透明要素が多いことは変わらず、企業の投資活動は慎重にならざるを得ない。一方、良好な雇用・所得環境が景気を下支えしよう。
- 中国** 米国の貿易制裁の影響で景気下押しは避けられないものの、当局は減税、インフラ投資で2.5兆元規模(GDP比3%弱)の景気対策を固めたほか、金融市場機能の強化も促す。景気は減速しつつも緩やかとなろう。

| (%)     | 実質GDP成長率(前年比) |        |        | インフレ率(GPI,前年比) |        |        |
|---------|---------------|--------|--------|----------------|--------|--------|
|         | 18年(年)        | 19年(年) | 20年(年) | 18年(年)         | 19年(年) | 20年(年) |
| 米国      | 2.9           | 2.4    | 1.8    | 2.4            | 2.3    | 2.3    |
| 日本      | 0.7           | 1.0    | 0.6    | 1.0            | 0.7    | 1.3    |
| ユーロ圏    | 1.8           | 1.2    | 1.5    | 1.8            | 1.5    | 1.7    |
| ドイツ     | 1.5           | 1.2    | 1.5    | ↑ 2.0          | ↓ 1.6  | ↑ 1.7  |
| フランス    | ↓ 1.5         | ↓ 1.3  | 1.5    | ↑ 2.1          | ↓ 1.5  | 1.7    |
| イタリア    | ↓ 0.8         | ↓ 0.2  | 0.8    | 1.1            | ↓ 1.2  | ↓ 1.5  |
| スペイン    | 2.5           | 2.0    | 1.8    | 1.7            | 1.6    | 1.9    |
| 英国      | 1.4           | ↓ 1.3  | 1.6    | 2.3            | ↓ 2.0  | ↓ 2.1  |
| ブラジル    | ↓ 1.1         | ↓ 2.0  | ↑ 2.3  | 3.7            | ↓ 4.0  | ↑ 4.5  |
| 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     | ↑ 2.3         | 1.5    | 1.7    | 2.9            | 5.0    | ↓ 4.0  |
| インド     | ↓ 7.3         | ↓ 6.4  | ↓ 6.9  | 4.0            | ↓ 3.7  | ↓ 4.8  |
| インドネシア  | ↑ 5.2         | 5.3    | ↓ 5.3  | 3.2            | ↓ 3.2  | ↓ 4.0  |
| 中国      | 6.6           | 6.2    | 6.1    | 2.1            | 2.0    | 2.4    |
| トルコ     | 2.8           | -1.0   | 1.5    | 16.2           | ↓ 15.8 | ↓ 13.0 |
| 先進国     | 2.2           | 1.8    | 1.6    | 2.0            | 1.8    | 2.0    |
| 新興国     | 4.9           | ↓ 4.5  | 4.8    | 4.1            | ↓ 3.7  | ↓ 3.8  |
| 世界      | 3.8           | ↓ 3.4  | 3.5    | 3.2            | ↓ 2.9  | 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÷名目GDP(%)

↑ 前号から上方修正  
↓ 前号から上方修正

政策金利

- FED** 緩和気味のスタンスに転換しつつある。利上げはひとまず見送り。ただし、年後半に1回・0.25%の利上げを実施する可能性は残る。連銀総資産圧縮停止の可能性が高まった。年内停止ならば約1兆ドルの超過準備確保か。
- ECB** 景気・物価見通しを大きく下方修正させ、政策金利を「(少なくとも)夏まで維持」を「年末まで維持」に長期化。さらにTLTROⅢ導入を決定(9月)。資金供給量を確保して金融市場の安定化を期す。利上げは20年も無理か。
- 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き、消費税増税、オリンピック等のイベント効果剥落考慮すると、追加緩和も否定できない。
- BOE** EU離脱延期の可能性急浮上で、景気面ではもたつく期間が長引き、年内利上げの可能性はその分低下。
- 新興国** ドル高に伴うインフレ圧力は一頃より後退。国によってバラつきもあるも、当面は様子見が大勢となろう。

| (%) | 政策金利         |              |                |               |                 |
|-----|--------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
|     | 19年<br>2月28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         | 2.75         | ↓ 2.70         | 2.75          | ↓ 2.80          |
| ECB | 0.00         | 0.00         | 0.00           | 0.00          | ↓ 0.10          |
| 日銀  | -0.10        | -0.10        | ↓ -0.10        | -0.10         | ↓ -0.10         |
| BOE | 0.75         | ↓ 0.75       | ↓ 0.85         | 1.00          | ↓ 1.10          |

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** 金融当局が利上げ休止と連銀総資産削減の停止を示唆したことで、市場は年内の利上げを1回から0回へと下方修正してきている。連銀総資産の見通しが変われば、需給環境も影響を受けよう。一方、金融政策正常化の流れが停止することで、年後半の景気が刺激され、利上げ期待が再び膨らむことも考えられ、中長期金利は横ばいに近い推移をたどろう。
- ド イ ツ** ECBによる事実上の金融緩和強化で、中長期金利は一段低下のあと低位を維持する可能性が高まった。ただし、原油価格安定とユーロ安で景気下押し圧力は一頃よりは後退してきたため、年後半には長期金利中心に持ち直す局面もあろう。
- 日 本** 金融政策は微調整の範囲内で、中長期金利は基本的に低位が続くが、利回り変動柔軟化受け、イールドカーブは年前半はややベア・スティーブ化。年後半は物価環境改善を受けて中短期がやや上昇しベア・フラット(イールドカーブ平坦化)へ。
- 英 国** 景気拡大は+1%台とほぼ潜在成長率並み、インフレ率は+2%台からの上振れリスクは小さい。イールドカーブは基本的に低位を維持するが、EU離脱延期が急浮上し、不透明感が増したことから目先は長期金利の上昇が抑えられよう。

| 2年物国債利回り予想 |              |              |                |               |                 |
|------------|--------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (%)        | 19年<br>2月28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        | 2.51         | 2.8/2.9      | ↓ 2.81         | 2.7/2.8       | ↓ 2.88          |
| ドイ ツ       | -0.52        | -0.5/-0.4    | ↑ -0.36        | -0.5/-0.4     | ↑ -0.13         |
| 日 本        | -0.15        | -0.2/0.0     | ↓ -0.12        | -0.1/0.1      | -0.07           |
| 英 国        | 0.83         | 0.8/1.0      | ↑ 1.06         | 0.8/1.0       | ↓ 1.24          |

  

| 10年物国債利回り予想 |              |              |                |               |                 |
|-------------|--------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (%)         | 19年<br>2月28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         | 2.72         | 2.9/3.0      | ↓ 2.99         | 2.8/2.9       | ↓ 3.08          |
| ドイ ツ        | 0.18         | 0.25/0.45    | ↓ 0.59         | 0.25/0.45     | ↓ 0.77          |
| 日 本         | -0.02        | 0.1/0.2      | ↓ 0.07         | 0.1/0.2       | ↓ 0.10          |
| 英 国         | 1.30         | ↓ 1.3/1.5    | ↑ 1.63         | 1.4/1.6       | ↓ 1.77          |

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

## 為替相場

- ユ ー ロ** ECBによる事実上の金融緩和強化で当面はユーロ安圧力が増そう。ただし、年後半にかけて景気の底堅さが目立ち始め、米利上げ打ち止めもあいまって米欧金利差拡大が一巡、対ドルでは上昇。ただし円高・ドル安で、対円では上値重い。
- 米 ド ル** 12月の利上げで休止も年後半に1回・0.25%利上げの可能性は残る。それでも、日米金利差の拡大は止まる方向で、ドル高の余地は小さい。当面は小さい動きも、米景気が緩やかな減速を続ける公算大きく、徐々に軟調な展開となろう。
- 英 ポ ン ド** EU離脱後の実際の景気次第という面があり、不透明感は拭えないものの、緩やかな金利上昇観測から底堅く推移しよう。
- 豪 ド ル** 19年は+2%台後半の成長も、インフレ率+2%台定着の可能性は後退しており、金利先高観後退で上昇余地は小さい。
- 新 興 国** 米利上げ休止がドル高を抑制し、インフレ圧力後退で持ち直し続く。ただし、国内の景気、インフレの強弱で差が出よう。

| 為替相場予想  |              |              |                |               |                 |
|---------|--------------|--------------|----------------|---------------|-----------------|
| (対円)    | 19年<br>2月28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     | 126.66       | ↓ 126        | ↓ 128          | 126           | ↓ 129           |
| 米ドル     | 111.39       | 109          | ↓ 108.5        | 105           | ↓ 107           |
| 英ポンド    | 147.72       | ↑ 144        | ↑ 146          | ↑ 145         | 148             |
| 豪ドル     | 79.00        | 78.5         | ↑ 80.5         | 73.5          | ↓ 79.5          |
| ブラジルリアル | 29.69        | 29.0         | ↑ 29.5         | 28.0          | 29.0            |
| トルコリラ   | 20.83        | ↑ 19.0       | 19.0           | ↑ 17.0        | ↑ 18.5          |
| メキシコペソ  | 5.78         | 5.4          | 5.6            | 5.2           | ↑ 5.6           |
| 中国元     | 16.64        | ↑ 16.5       | 16.0           | 15.5          | 16.0            |

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

## 株式

- 全 体 感** 世界的な景気減速の中で、業績予想は全体的に下方修正されているが、景気後退に陥るリスクは小さく、極端な市場下落は考えにくい。経済情勢、地政学的リスク等に配慮しつつ、地域、業種、銘柄レベルで選別する姿勢を続けたい。
- 欧 州** 政治リスクから先進国では割安に放置されてきたため、一般的に底堅さが増すと見込まれる。ただし、英国のEU離脱延期は新たな不透明要素を抱えるため動向には要注意。5月に控えるEU議会選挙も波乱要因で、まだしばらくは様子見気運。
- 米 国** 過度な悲観は後退したものの、景気減速の方向にある中で慎重に業種、銘柄レベルで選別したい。ハイテク企業は収益力の強さ、景気敏感企業は割安度合いで選別したい。ディフェンシブ業種への過度な傾斜は今のところ抑えたい。
- 日 本** 市場は落ち着いたものの、景気の先行きは不透明で企業業績への過度な期待は禁物。当面は上値を抑えられる展開へ。
- 新 興 国** 景気対策で中国株急騰も持続性に疑問。他の国ではドル高・インフレ圧力後退で業績不安軽減。下値を切り上げる展開

| 株式相場予想     |              |          |          |          |          |
|------------|--------------|----------|----------|----------|----------|
|            | 19年<br>2月28日 | 19年3月末   | 19年6月末   | 19年9月末   | 19年12月末  |
| 日経平均(円)    | 21,385       | ↑ 22,000 | ↑ 22,500 | 21,500   | 22,100   |
| NYダウ(ドル)   | 25,916       | ↑ 25,800 | 26,200   | ↓ 25,400 | 25,500   |
| 独DAX(ポイント) | 11,516       | ↑ 11,380 | ↑ 11,410 | ↑ 11,530 | ↑ 11,730 |

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 2019/3”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、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、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

< R1903039 >