

投資環境見通し

2020年新春号

野村アセットマネジメント

3 グローバル環境

景気後退・景気再加速いずれのドライバーも不足

5 リスクシナリオ

リスクバランスは「下向き」

6 景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

7 各国経済・市場見通し

8 米国

大統領選挙を巡る政治情勢・通商政策に注意

9 ユーロ圏

低成長局面は長期化へ、焦点は金融政策から財政政策へ移る

10 日本

消費増税後の経済を公共投資が支える

11 中国

成長安定と構造改革のバランスを保つ

12 新興国

政策効果により緩やかな景気回復へ

13 Box1: 2020年の世界の政治・金融政策決定会合日程

14 Box2: 2019年の景気循環と資産価格の点検

15 債券・クレジット市場

米国債利回りは短期間で反発したものの、利下げの見通しは継続

16 株式市場

企業業績が伸び悩む一方、金融政策や先行指標の改善に期待が高まる

17 為替市場

世界的な利下げ局面で、金利水準の高さから米ドル高が継続

グローバル環境

景気後退・景気再加速いずれのドライバーも不足

不確実性が残る中、緩やかなペースでの成長継続

現状：グローバル景況感は持ち直し

米中通商摩擦等の影響もあり、企業の設備投資意欲が低下する中、世界貿易量の伸びは減速してきた。主要国・地域の製造業景況感は低下していたが、足もとでは底打ちしつつある。他方、主要国・地域の雇用環境は底堅く推移しており、世界経済は安定化しつつある。

経済見通しの前提：高止まりする不確実性

12月15日に予定していた対中関税発動を先送りした米国は、2020年11月の大統領選挙を終えるまで、対中関税はこのまま据え置くとの前提を置く。米中両国は交渉を継続するものの、包括的な合意には至らず、今後も当局者発言や報道等によって楽観・悲観論が交錯するだろう。先行き不透明感は払拭されにくい。足もとの世論調査を受け、米国の2020年11月の選挙では、上下両院の多数党と大統領の三極を一政党が得ることはないとの前提を置く。この前提は、米国の財政拡張・税制変更が困難であることを意味する。英国の欧州連合（EU）離脱については、12月12日の総選挙による保守党勝利後も不確実性が残るだろう。

経済見通し：「緩やかな成長」継続

通商摩擦の帰趨が不透明な中、期待成長率は高まりにくく、企業の設備投資意欲の回復は限定的となろう。米国では、これまでの減税等の財政措置による景気押し上げ効果が減衰するだろう。中国では景気底割れを回避すべく一定の対策が打ち出されているものの、構造改革を放棄する訳にもいかないため、その効果は世界経済加速の起点になるほどではない。一方で、主要国・地域の雇用・所得環境と個人消費の間の好循環は当面維持されるだろう。更に景気減速懸念が高まれば金融・財政政策による景気下支えが議論されると考えられる。このため、世界経済は緩やかな成長を続けると見込む。世界経済の成長加速ドライバー、景気後退へのトリガーは、いずれも力不足となろう。米国・中国いずれかの大型

財政拡張がなければ景気再加速は考えにくい。他方、金融環境は既に緩和的であり、予想を大きく超える通商摩擦の一段の激化がなければ、景気後退には至らない可能性が高い。

物価見通し：横這い圏の推移

世界経済が緩やかに成長する中で、インフレ率は高まらないと予想する。インフレ率に大きく影響すると考えられる要素のうち、需給ギャップは「緩やかな成長」シナリオの下で大きな改善を続けるとは考えにくい。また、インフレ期待は依然として低位に抑制されており、企業はコスト増を価格に転嫁しにくい状況にあるだろう。

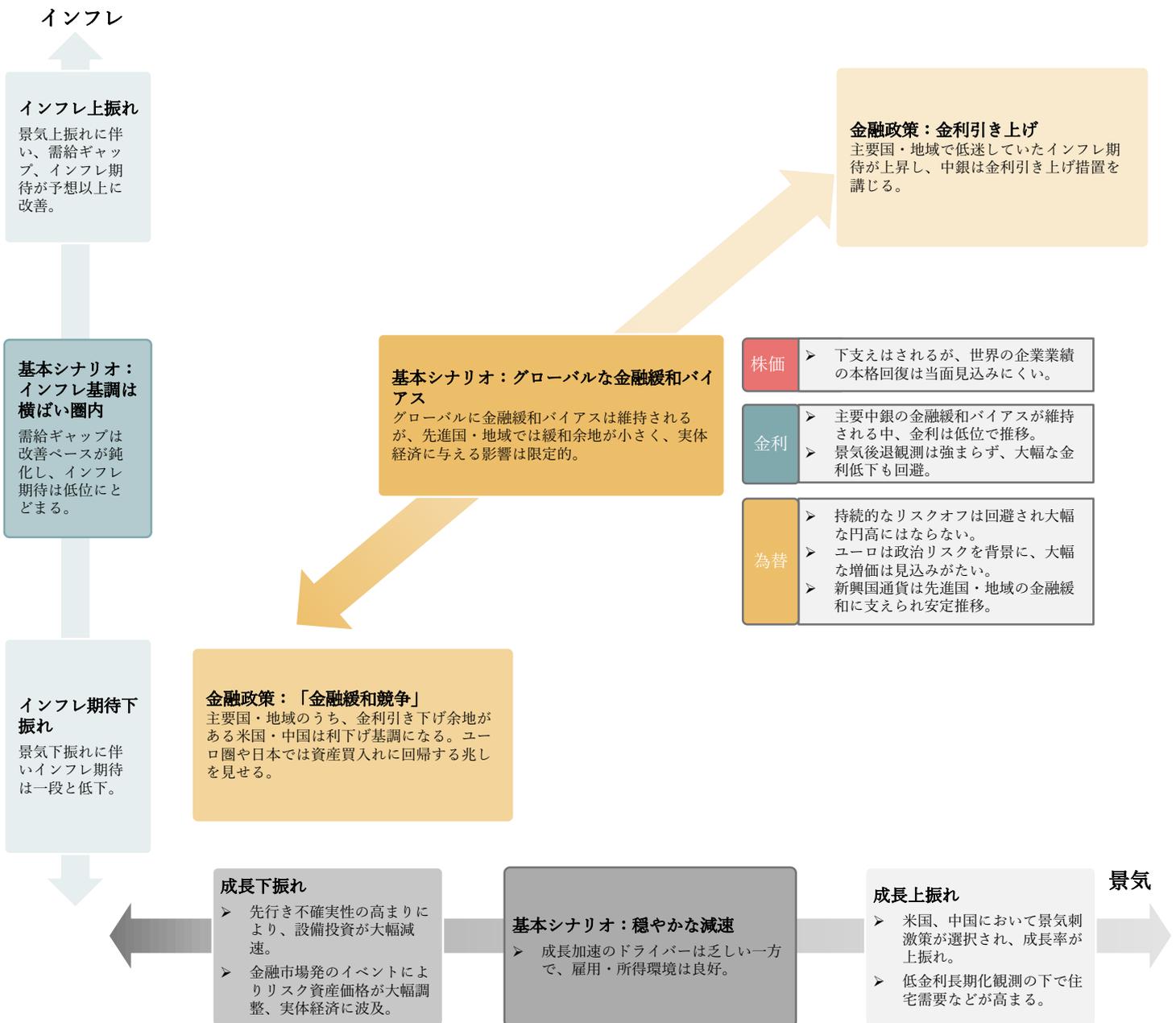
金融政策見通し：緩和バイアス維持

世界経済は緩やかな成長となると見ているが、①米国政治・通商政策を巡る不確実性は高止まりする、②米国労働市場の改善ペースが鈍る、③米連邦準備制度理事会（FRB）は政策枠組みの見直しを通じて一時的なインフレ上振れを容認するとみられ、これによって利上げのハードルが高くなると考えられることから、主要先進国・地域中銀は金融緩和バイアスを維持すると予想する。FRBは労働市場の拡大鈍化を警戒して、2020年半ば頃に追加利下げを決定すると見込む。他方、追加緩和余地が限られる欧州中央銀行（ECB）や日本銀行は、急速な自国通貨高が生じない限りは、金融緩和スタンスを示しつつも、実際には様子見となる可能性が高い。

経済見通しの前提

	ダウンサイド	基本シナリオ	アップサイド
通商政策	緊張激化 <ul style="list-style-type: none"> 米国が中国からの輸入全てに25%以上の関税を賦課。一部中国企業に対する規制を強化。 自動車輸入関税導入を決定。 	現状維持 <ul style="list-style-type: none"> 米中間ではこのまま関税は据え置き。 自動車輸入関税導入は先送り。 	緊張緩和 <ul style="list-style-type: none"> 米中協議が順調に進み、これまでに引き上げた関税を段階的に引き下げ。 自動車輸入関税を公式に断念。
財政政策	財政支出下振れ <ul style="list-style-type: none"> 米国でつなぎ予算が成立しないなどした結果、政府閉鎖が起こる。 	大幅な財政拡張はなし <ul style="list-style-type: none"> 米国で大統領選挙前にインフラ投資拡大等を決定するのは難しい。 中国は景気下振れを回避する程度の限定的財政措置。 	強力な財政政策 <ul style="list-style-type: none"> 米国のインフラ投資、減税等を決定。 中国が想定以上の財政刺激を実施。 ドイツが財政拡張に動く。

経済見通しのリスクと想定される金融市場の動き



リスクシナリオ

リスクバランスは「下向き」

アップサイドリスク

基本シナリオに対するアップサイドリスクシナリオとしては、①金融市場におけるリスクセンチメントの改善が資産効果となって、景気を再加速させる、②米国あるいは中国が基本シナリオよりも積極的な財政・金融緩和に向かい、それによって成長率が上振れる、③低金利環境の下で米国家計が住宅需要を高め、過去の景気加速パターンが繰り返される、などが考えられる。

ダウンサイドリスク

基本シナリオに対するダウンサイドリスクシナリオとしては、①先行き不確実性の高まりが設備投資減速に繋がり、世界貿易量を一段と押し下げ、さらにそれが設備投資減速に繋がるという負の循環に入る、②金融市場においてリスク資産価格の大幅な調整が生じ、それがセンチメントを押し下げ、逆資産効果も働くことで実体経済に悪影響を与える、などが考えられる。

リスクバランス

通商摩擦がなかったとしても、米国では財政拡張効果の剥落や循環的な設備投資加速局面の終焉等を、中国では安定成長局面への移行等を背景に、世界経済は緩やかな減速基調となっていたと考えられる。そこに加わったのが通商摩擦等による先行き不確実性であり、これは一部合意が成立しても容易に払拭されるものではない。こうした点を勘案すれば、ダウンサイドリスクの方が大きいと判断される。

図1：経済サプライズ指数

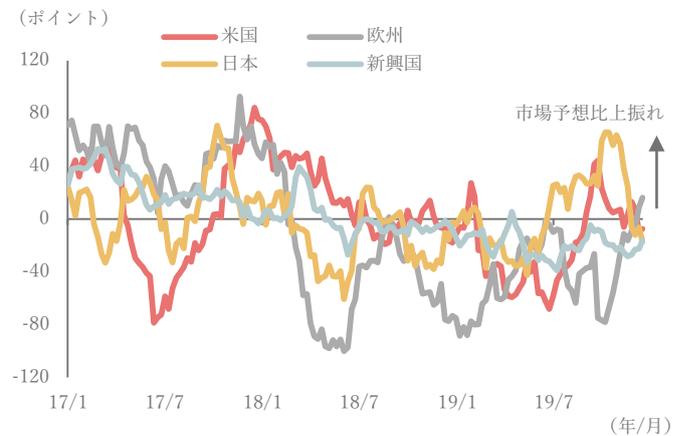


図2：経済政策不確実性指数

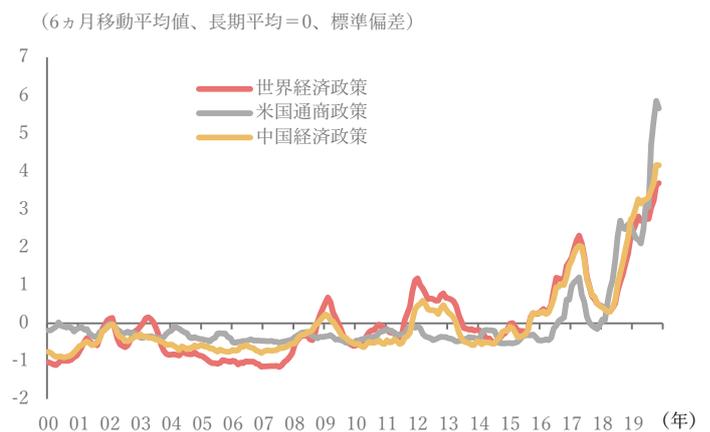
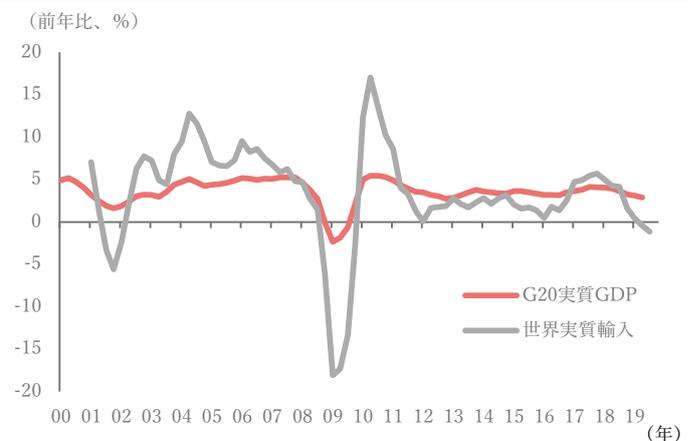


図3：世界経済と世界貿易量



出所

図1：Bloomberg

図2：Economic Policy Uncertainty

図3：OECD、オランダ経済政策分析局

景気循環

世界景気循環は引き続き停滞局面を推移

長い景気停滞局面から改善の兆し

経済協力開発機構（OECD）の景気先行指数（CLI）は、昨年より停滞局面が続いている。速報値ベースでは2018年4月に停滞局面に入り、2019年10月までで19ヵ月連続となった。過去の景気停滞局面では、2015年の新興国の経済危機時に17ヵ月、2008年の金融危機時に21ヵ月を要したことから、それらに匹敵する長期間となった。

しかし、今回の停滞局面は、これまでと異なり実体経済が危機的な状況に至っていない点が特徴だ。主要国の雇用環境は堅調さを維持しており、さらに米国ではそうした環境の下で利下げを行うなど、景気の悪化を何としても回避するという姿勢が明確に表れている。また、主要国の中で回復の遅れが目立っていたドイツでも、足元では製造業購買担当者景気指数（PMI）や在庫率が改善するような動きが見られてきた。

リスク資産が優位になりやすい局面

停滞局面の過去の平均的な期間が経過したという点だけでなく、先行性の高い中国の景気循環が回復局面に転じるなど、世界景気の回復を示唆する兆候が出てきている。こうした局面では、リスク資産が優位になりやすい傾向がある。

2019年は期を通して景気の停滞局面が続いてきたが、9月あたりからリスク資産価格が上昇する場面が目立つようになってきた。それまで堅調だった主要国の国債や金などのリスク回避資産は伸び悩み、上昇の主役は株式に変わってきた。

しかし、この間の株式価格の上昇は、業績に裏付けされたものではなく、この局面に見られやすい先行き期待（バリュエーション）の上昇によるものだ。今後リスク資産が持続的に上昇していくためには、企業業績など実体面の改善が不可欠といえる。

出所
 図1：OECD
 図2：OECD
 図3：OECD、Bloomberg

図1：OECDのCLI

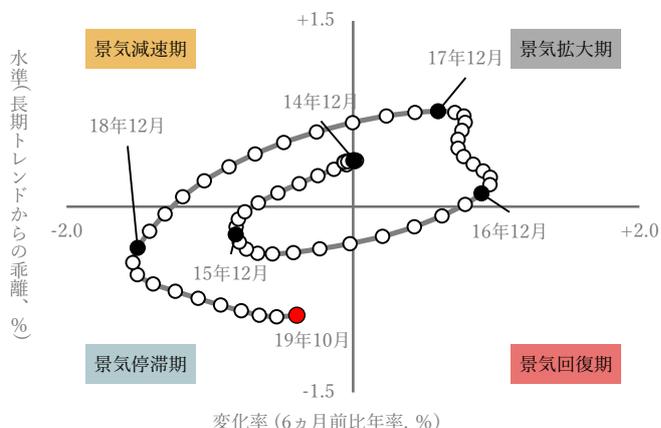


図2：各国の景気循環上の位置

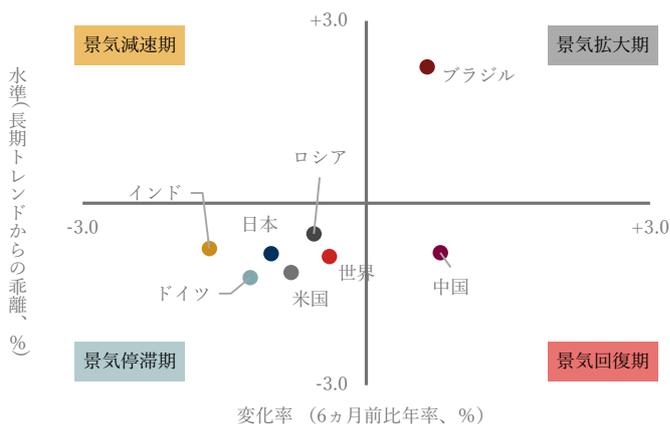
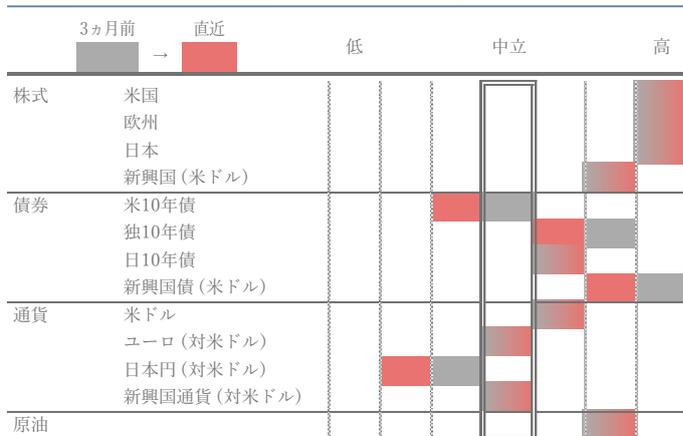


図3：定量的に算出した資産別魅力度



注
 図3：直近のOECD景気先行指数の景気循環上の位置より、過去同じ局面にいた期の6ヵ月先のリスク調整後リターンを資産ごとに算出。リターンがプラスになる確率を基に魅力度を7段階に変換。過去の類似局面は15年分を使用。

各国経済・市場見通し

			2019				2020		2017	2018	2019	2020
			Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2			予測	予測
						予測	予測	予測			予測	予測
実質GDP成長率 (前期比年率、%)	世界	*1,*4	2.8	2.7	2.7	2.7	2.4	2.5	3.5	3.3	2.7	2.5
	先進国	*2	2.5	1.5	1.7	0.7	1.4	1.4	2.4	2.2	1.7	1.3
	新興国	*1,*3	4.3	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	5.3	5.1	4.3	4.5
	米国		3.1	2.0	2.1	2.2	1.5	1.5	2.4	2.9	2.3	1.7
	ユーロ圏		1.8	0.7	0.9	0.9	1.1	1.0	2.7	1.9	1.2	0.9
	日本		2.6	2.0	1.8	-5.1	1.4	1.5	2.2	0.3	0.9	0.2
	中国	*1	6.4	6.2	6.0	6.0	5.9	5.8	6.8	6.6	6.1	5.8
消費者物価 (前年比、%)	世界	*4	2.0	2.2	2.0	2.3	2.4	2.1	2.1	2.4	2.1	2.1
	先進国	*2	1.4	1.6	1.4	1.4	1.7	1.5	1.8	2.0	1.5	1.5
	新興国	*3	2.8	3.3	3.1	3.5	3.6	3.3	2.7	3.1	3.2	3.0
	米国		1.6	1.8	1.8	1.9	1.9	1.7	2.1	2.4	1.7	1.8
	ユーロ圏		1.4	1.4	1.0	1.1	1.4	1.3	1.5	1.8	1.2	1.4
	日本	*5	0.8	0.8	0.5	0.6	0.7	0.7	0.5	0.9	0.6	0.6
	中国		1.8	2.6	2.9	4.3	4.5	3.8	1.6	2.1	2.9	3.1
政策金利 (%)	米国	*6	2.50	2.50	2.00	1.75	1.75	1.50	1.50	2.50	1.75	1.25
	ユーロ圏	*6	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50	-0.50	-0.50	-0.40	-0.40	-0.50	-0.50
	日本	*6	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
	中国	*6	4.20	4.15	4.00	3.85	4.15	3.85
10年債利回り (期末値、%)	米国		2.41	2.01	1.66	1.92	1.80	1.60	2.41	2.68	1.92	1.80
	ドイツ		-0.07	-0.33	-0.57	-0.19	-0.40	-0.40	0.43	0.24	-0.19	-0.40
	日本		-0.08	-0.16	-0.21	-0.01	0.00	-0.10	0.05	0.00	-0.01	-0.10
株価 (期末値、ポイント)	S&P500		2,834	2,942	2,977	3,231	3,160	3,270	2,674	2,507	3,231	3,380
	ユーロ300		1,492	1,514	1,546	1,624	1,600	1,650	1,530	1,331	1,624	1,710
	TOPIX		1,592	1,551	1,588	1,721	1,700	1,750	1,818	1,494	1,721	1,820
	MSCI EM (\$)		1,058	1,055	1,001	1,115	1,100	1,120	1,158	966	1,115	1,170
為替レート (期末値)	米ドル/ユーロ		1.12	1.14	1.09	1.12	1.10	1.10	1.20	1.15	1.12	1.10
	日本円/米ドル		110.9	107.9	108.1	108.6	107.0	107.0	112.7	109.7	108.6	105.0
	日本円/ユーロ		124.4	122.7	117.8	121.7	118.0	118.0	135.2	125.7	121.7	116.0
	人民元/米ドル		6.71	6.87	7.15	6.96	7.05	7.05	6.51	6.88	6.96	7.10

新興国為替市場・政策金利見通し

		2017	2018	2019	2020
					予測
為替レート (対米ドル、 期末値)	インド ¹	63.8	69.6	71.2	72.0
	インドネシア ²	13,588	14,417	13,846	14,000
	ブラジル ³	3.3	3.9	4.0	4.2
	メキシコ ⁴	19.7	19.7	18.9	19.0
	ロシア ⁵	57.7	69.6	61.9	64.0
	トルコ ⁶	3.8	5.3	5.9	6.8
政策金利 (%)	インド	6.00	6.50	5.15	4.65
	インドネシア	4.25	6.00	5.00	4.50
	ブラジル	7.00	6.50	4.50	4.50
	メキシコ	7.25	8.25	7.25	6.25
	ロシア	7.75	7.75	6.25	5.75
	トルコ ⁶	12.75	24.06	11.43	12.00

(注) 1) 前年同期比、2) 米国、ユーロ圏、日本、英国、カナダ、オーストラリアのGDP加重平均値、3) 中国、インド、ブラジル、韓国、台湾、インドネシア、タイ、マレーシア、フィリピン、ハンガリー、ポーランド、ロシア、トルコ、メキシコ、南アフリカのGDP加重平均値、4) 2)および3)のGDP加重平均値、5) 消費者物価コア、6) 日本は政策金利残高付利金利、米国はFF誘導目標レンジの上限、ユーロ圏は中銀預金金利、中国は1年ローンプライムレート(2019年第3四半期より)、トルコは中銀からの加重平均調達金利。

※ 予測と表記している数値につき、実績値があるものはそれを優先して表示している。

(出所) Oxford Economics、Bloomberg、野村アセットマネジメント

米国

大統領選挙を巡る政治情勢・通商政策に注意

緩やかな成長を見込む

製造業・外需の弱さが労働市場に悪影響をもたらすか警戒されたが、今のところ、そうした証左はない。米中対立の不透明感が残る中では、企業の設備投資意欲は抑制されたままとなるだろうが、強い労働市場と堅調な個人消費の好循環は当面維持されると見込む。こうした状況に大きな変化をもたらすのが2020年11月の大統領・議会選挙となろう。大統領と上下両院の多数派の全てを一党が占めるのは難しいと見られるため、大型の財政出動・税制改革実現は困難であろう。他方、規制や対外政策等は大統領権限が大きいと考えられ、規制強化を主張する民主党大統領誕生が意識されると、金融市場の変動要因となる可能性がある。また選挙戦略次第では、トランプ大統領の通商政策に変化が生じるかもしれない。

2020年再利下げの可能性

12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）参加者の政策金利見通しによれば、2020年は政策金利維持との予想が多い。2019年の3回の利下げによって、実質FF金利が自然利子率を下回る金融緩和的な水準になったことや労働市場の悪化が生じていないこと、さらにインフレ加速の兆しが無いことが、FOMC参加者に一定の安心感をもたらしていると考えられる。ただし、2018年の高成長から1%台後半とみられる潜在成長率程度へ成長ペースが鈍化する過程で、雇用増加ペースも落ちよう。その際に、政治的な不確実性も加わってれば、米連邦準備制度理事会（FRB）は追加利下げを検討せざるを得ない状況になるだろう。他方で、インフレ率が目標を上回り、インフレ期待が上方シフトし、さらにそれが持続しない限りは、FRBが利上げに転じる可能性は低いと見ている。

出所

図1：CEIC

図2：Bloomberg

図3：ニューヨーク連銀、CEIC、Bloomberg

図1：非農業部門雇用者数増減

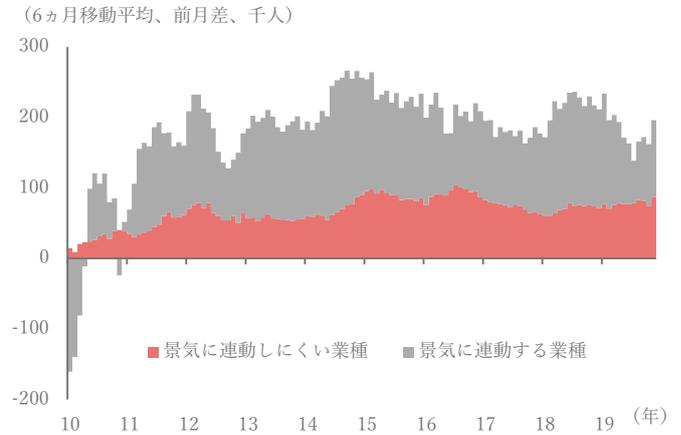


図2：米民主党の主要な大統領候補者支持率

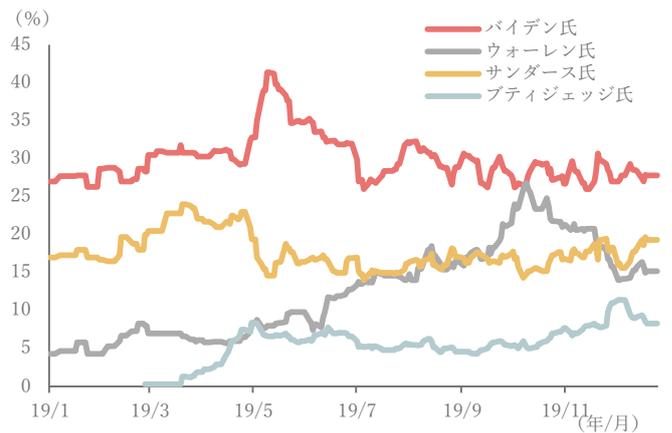


図3：自然利子率と実質FF金利



注

図1：各業種の雇用者数の伸びと実質GDP成長率との相関を考慮し、相関が比較的強い業種を景気に連動する業種とした。

ユーロ圏

低成長局面は長期化へ、焦点は金融政策から財政政策へ移る

成長率は低位安定が続く見込み

ユーロ圏では、経済の低成長局面が長期化している。米中貿易摩擦などに伴う世界的な貿易活動の停滞が、外需依存度および感応度の高いドイツをはじめとする各国経済の重石となってきた。他方で、外需への依存度が低いスペインやフランスの経済は相対的に堅調な推移となっており、ユーロ圏全体が深刻な景気後退に陥る状況からはまだ距離があると言えそうだ。

足もとでは、外需の不調を背景とした製造業の景況感に安定化の兆しが見られる一方で、サービス業の景況感が弱含み始めている。こうした状況を勘案すれば、ユーロ圏経済は今後も力強さに欠ける成長を続ける公算が高いだろう。また、英国の欧州連合（EU）離脱を巡る不確実性や、米国による自動車関税発動の可能性も残っており、これらが実現することによるダウンサイドリスクにも引き続き目配りが必要だ。

焦点は財政政策に移る

欧州中央銀行（ECB）の緩和的な金融政策は、当面の間維持されると予想する。ユーロ圏経済のダウンサイドリスクが実現すれば、ECBへの追加緩和圧力が再び台頭するだろうが、マイナス金利政策をはじめとする非伝統的金融政策の副作用への懸念は着実に高まってきている。ECBが近い将来に大規模な追加緩和を行うことは難しいだろう。

こうした中、金融市場の注目はユーロ圏の財政政策に移っている。現状、ドイツの政府要人からは、追加的な財政拡張は不要との見解が示されているものの、ドイツの景気後退懸念が大きく高まれば、こうしたスタンスが転換する可能性もある。財政政策が、ユーロ圏の景気後退懸念に対する保険としての役割を果たすことはできそうだ。

図1：ユーロ圏主要国の実質GDP

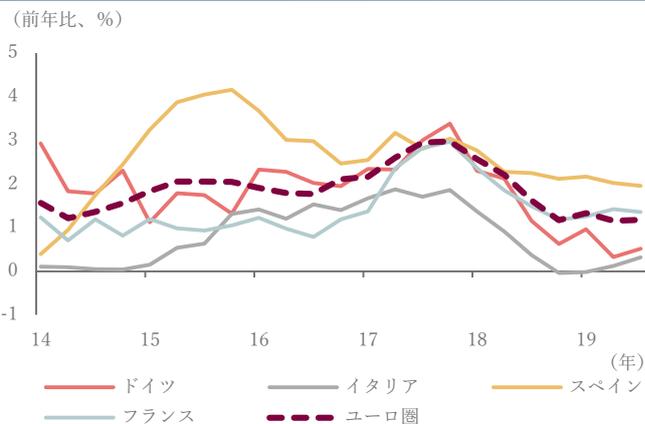
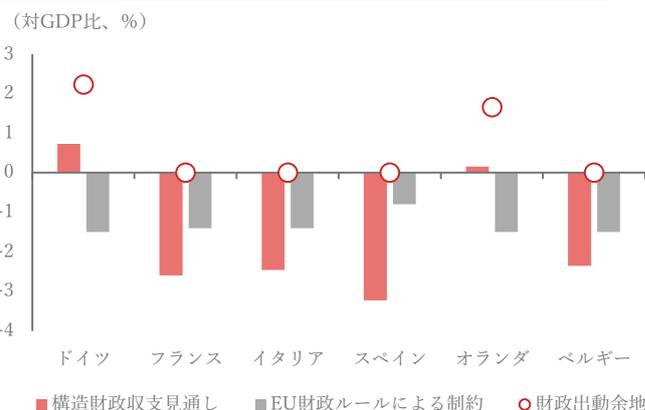


図2：ドイツの製造業・サービス業PMI



図3：2020年の主要国追加財政出動余地



出所
図1：CEIC
図2：IHS Markit
図3：AMECOデータ、欧州委員会資料

注
図3：欧州経済の大幅減速等により、安定成長協定（SGP）における中期財政目標が緩和されることを前提とした数値。

日本

消費増税後の経済を公共投資が支える

増税後の経済状況と対策

ITサイクルの反転等に伴い、グローバル製造業景況感は緩やかに上昇しつつあるが、日本の輸出は弱めの推移を続けている。一方で、人手不足を背景にした省力化投資は底堅く推移しよう。2019年7-9月期の実質設備投資は、前期比年率+7.3%と高い伸びであった。また、消費増税後の個人消費は、ポイント還元等の対策による支えもあって、2014年の前回増税時と比較すると、落ち込みは幾分小さい模様だ。10-12月期については、消費増税、台風等の影響により、景気の実勢は特に見えにくくなるだろう。そうした中、12月上旬、「安心と成長の未来を拓く総合経済対策」が閣議決定された。国・地方の歳出は10兆円規模となり、公共投資も多く含まれる模様だ。これは日本経済を支えるだろう。しかし、建設業の人手不足もあって、工事の進捗が遅れる可能性はある。

金融政策は現状維持を見込む

日本銀行は2019年10月末の金融政策決定会合で、政策金利のフォワードガイダンスを変更し、①政策金利には下方バイアスがあることを示した上で、②政策金利の動向を物価安定のモメンタムに紐づけた。日銀は、金融緩和バイアスを示しつつも、超長期金利の低下を警戒している。年金・保険の運用利回りの低下が、消費者センチメントに悪影響をもたらす可能性があるためだ。また、足もとでは、幾つかの金融機関で口座維持手数料の導入あるいは検討が報じられている。金融緩和の長期化に伴い、緩和効果が逡減する半面、副作用が懸念される状況になりつつある。そのため、円高が加速する場合を除き、日銀はマイナス金利の深掘りなど追加緩和に慎重な姿勢をとるだろう。

出所

図1：日本銀行データ

図2：SRI一橋大学消費者購買指数

図3：内閣府資料

図1：日本の実質輸出



図2：消費増税前後の消費者購買数量指数

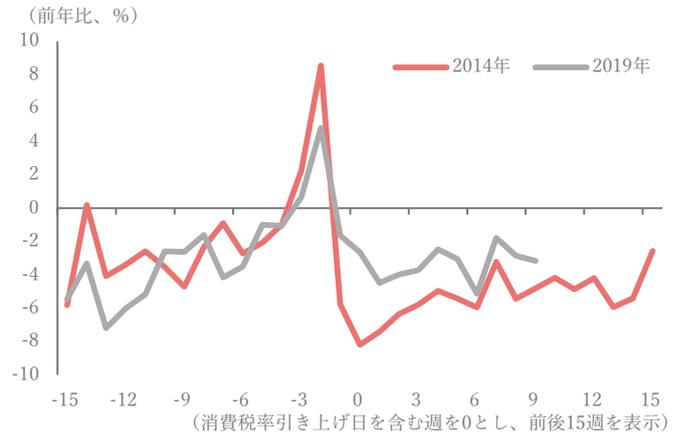


図3：安心と成長の未来を拓く総合経済対策

経済対策	財政支出 (兆円)			事業規模
	国・地方の歳出	財政投融資		
災害からの復旧・復興と安全・安心の確保	5.8	5.4	0.3	7.0
経済の下振れリスクを乗り越えようとする者への重点支援	3.1	2.1	1.1	7.3
未来への投資と東京オリンピック・パラリンピック後も見据えた経済活力の維持・向上	4.3	1.9	2.4	11.7
合計	13.2	9.4	3.8	26.0

中国

成長安定と構造改革のバランスを保つ

景気減速が続くが、底割れは回避

中国経済は、外需減速や米中通商摩擦による強い逆風にさらされている。こうした中、当局は成長安定と構造改革の絶妙なバランスをとろうとしている。成長安定に向けては景気刺激の拡大が必要だ。一方、過度な景気刺激は債務蓄積を通じて将来的な金融不安定性を高めるため、構造改革の方針に反する。したがって、足元の景気刺激策は景気底割れを回避するための限定的な措置にとどまっている。

2020年もこうした政策運営方針は変わらないだろう。政府は景気刺激策の調整を通じて安定成長を目指す一方、「質の高い成長」を強調し構造改革を推進する方針も示している。当局が成長安定と構造改革の両者を追求するのであれば、景気は底割れしないにしても減速が続く可能性が高い。米中の第一段階合意は、関税による逆風を一部取り除くと見られるが、中国当局が政策のバランスを大きく変えない限り、景気の基調も変わりにくいだろう。

財政政策が刺激策の中心に

マクロ政策は、引き続き財政政策が中心となろう。すでに、政府は地方特別目的債の発行を前倒しする方針を示し、インフラ投資の挺入れに動いている。税や費用負担の軽減策も継続されよう。金融政策は流動性の大量供給からは距離を置き、緩和効果の波及改善に取り組むと見られる。具体的には、経済・社会の安定上重要な、中小・民間企業の資金調達環境改善に向け、銀行の資金調達コストを引き下げることが想定される。

人民元は、米中通商交渉の動向に引き続き振らされやすいだろう。関税の影響を調整した水準で、対通貨バスケットに対しては安定的に推移すると予想する。

図1：新規輸出受注DIと輸出

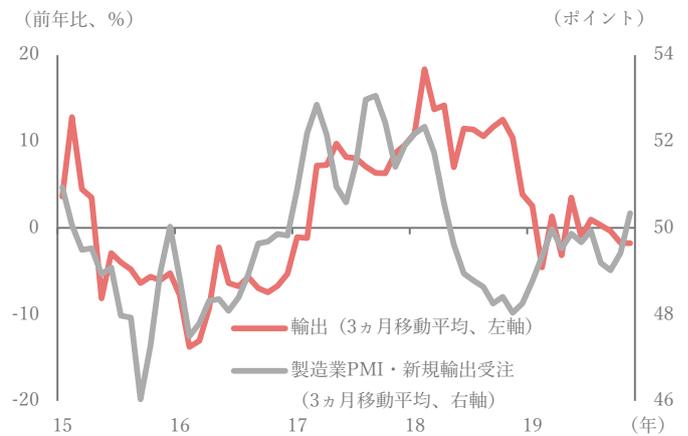
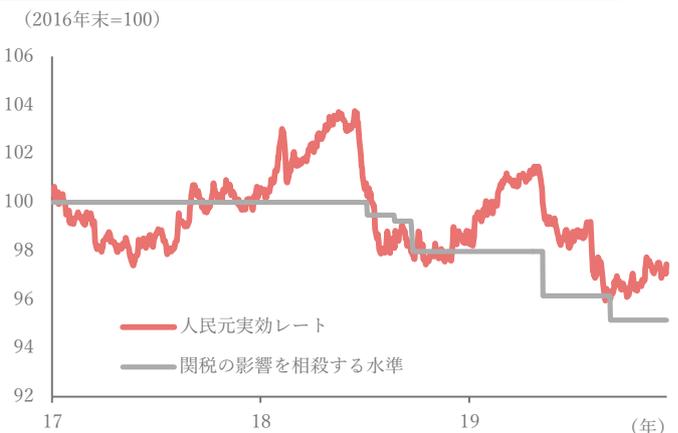


図2：製造業PMIと社会融資総量



図3：人民元の実効為替レート



出所
図1：CEIC、IHS Markit
図2：CEIC、Bloomberg
図3：Bloomberg、CEIC

注
図3：関税の影響を相殺する水準は、輸出の為替感応度等を基に野村アセットマネジメントが計算。グラフ上は関税の発効日に変動を反映している。

新興国

政策効果により緩やかな景気回復へ

景気は改善するがペースは緩やか

新興国景気は金融環境の引き締めにより2018年に減速した後、緩やかな回復に向かっている。この間、新興国の中央銀行は金融政策を大きく緩和方向に転じた。財政は多くの国で引き締め気味だが、アジアの低金利国では支出拡大の動きも見られている。こうした政策効果が発現するにすぎない、新興国の景気は来年にかけて改善を続けるだろう。

もっとも、景気回復は緩やかなペースに留まると見られる。主要先進国および中国の景気は緩やかに減速する見込みであり、米中通商摩擦を巡る不透明感が完全に払拭される展開も想定しにくい。したがって、循環的な回復は小幅にとどまり、ほとんどの国で潜在成長率を下回るだろう。地域別では、経済開放度の高いアジアが外需や米中通商摩擦の影響を受けやすいと見られる。

政治動向は引き続き重要

新興国の中央銀行が緩和的な金融政策を続けるにあたっては、新興国への資金フローが重要だ。金融市場でリスクオフが生じるなどして新興国からの資金流出圧力が高まれば、新興國中銀は利下げを止めたり、再び利上げに転じざるを得ない。

政治動向も引き続き重要だ。2020年に行われる主要新興国の大型選挙は一部にとどまる。しかし、政府の構造改革に対する姿勢や地政学的リスクの差が投資家の選別を強める可能性がある。足元では、中国からの製造拠点誘致をにらんで、ビジネス環境改善に向けた減税策や構造改革の動きも見られる。こうした変化が金融市場のセンチメントや直接投資に及ぼす影響が注目される。

図1：新興国経済活動指数



図2：2019年初来の政策金利変化

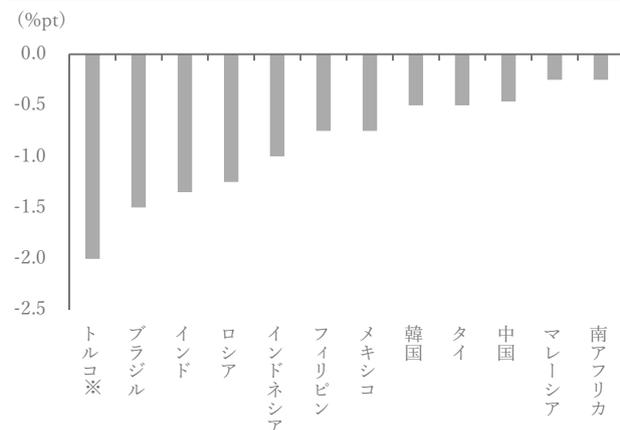


図3：新興国への資金フロー



出所
図1：IIF
図2：Bloomberg
図3：IIF

注
図2：2019年11月末時点の政策金利年初来変化幅を表示。トルコの政策金利は10%低下したが、便宜上2.0%で表示している。
図3：2019年9-11月のデータはIIFの推計値。

Box1:2020年の世界の政治・金融政策決定会合日程

	米国	欧州	日本	その他
1月	28-29日：FOMC 2020年前半：FRBが金融政策の枠組み見直しに関する報告を公表予定	23日：ECB理事会 <u>31日：英国のEU離脱期限</u> 2020年中：ECBが金融政策の枠組み見直しに関するレビュー実施予定	20-21日：金融政策決定会合	<u>11日：台湾総統選挙</u> 25日：春節(19年は2月5日)
2月	3日：民主党大統領候補選出スタート(アイオワ州党員集会)			
3月	<u>3日：スーパーチューズデー(民主党)</u> 17-18日：FOMC	26-27日：EU首脳会議 12日：ECB理事会	18-19日：金融政策決定会合 20年度予算成立見通し	中国全国人民代表大会
4月	28-29日：FOMC	30日：ECB理事会	19日：立皇嗣の礼 27-28日：金融政策決定会合	韓国国会議員選挙
5月				
6月	9-10日：FOMC	4日：ECB理事会 18-19日：EU首脳会議 <u>6月末：英国のEU離脱移行期間の延長申請期限</u>	15-16日：金融政策決定会合	9日：OPEC総会 10-12日：G7(米国キャンプデービッド)
7月	13-16日：民主党全国大会 28-29日：FOMC	1日：ドイツがEU議長国に 16日：ECB理事会	14-15日：金融政策決定会合	24日：東京オリンピック開会(8月9日まで)
8月	24-27日：共和党全国大会			
9月	15-16日：FOMC 30日：2021財政年度予算成立期限	10日：ECB理事会	16-17日：金融政策決定会合	<u>香港立法会議員選挙</u>
10月		15-16日：EU首脳会議 29日：ECB理事会	28-29日：金融政策決定会合	
11月	<u>3日：大統領/連邦議会選挙</u> 4-5日：FOMC			21-22日：G20(リヤド)
12月	15-16日：FOMC	10日：ECB理事会 10-11日：EU首脳会議 <u>31日：英国のEU離脱移行期間期限</u>	17-18日：金融政策決定会合	

出所
米連邦準備制度(FRB)、欧州中央銀行(ECB)、日本銀行、各種報道

注
注目度が高いと考えられるイベントを下線で強調している。

Box2:2019年の景気循環と資産価格の点検

経済協力開発機構（OECD）の算出する景気先行指数（CLI）に基づけば、2019年の世界景気は、年初から停滞局面が続いてきた。景気停滞局面の金融資産の変動パターンは、株式などのリスク資産が低下基調から上昇基調に転じていく点が大きな特徴である。

今回の景気停滞局面の場合、リスク資産が上昇に転じたタイミングは2019年8月付近とみてよいだろう。8月には、米国の10年国債と2年国債の利回りが逆転する「逆イールド」が生じた。これまで、米国で逆イールドが発生するとその先数年間のうちに経済が悪化したという経験則から、先行きの悪化の象徴的なシグナルとして多くの市場参加者に警戒されてきた。

しかし、逆イールドがいざ現実になると、その後の市場の反応は冷静だった。その直後のタイミングで、主要中銀の政策担当者によるジャクソンホール会議が開催された点が大い。その中で、米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は政策金利の追加利下げを示唆した。政策当局が一段の経済の悪化を食い止める姿勢を明確にしたことで、その後は逆イールドは解消され、リスク資産の上昇につながっていった。

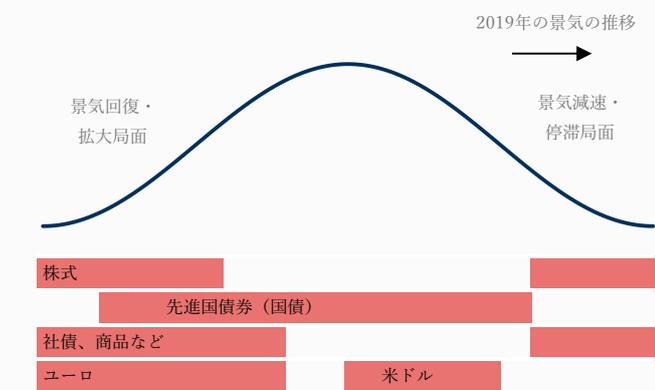
世界景気の循環の動きにも、今回は大きな特徴があった。OECDが毎月発表している速報ベースのCLIでは、景気停滞局面に入ったのは2018年4月であった。既に1年を超える期間になるが、このように長期化するケースはデータ取得可能な2001年以降では二度しかない。

2007年後半から2009年年央まで続いた金融危機、そして2015年の年央から翌年後半まで続いた資源産出国を中心とした新興国危機のみだ。しかし、今回の停滞局面期間は、これまでのような信用リスクの顕著な悪化や、株式市場で目立った混乱は生じてこなかった。それでもこれらの経済危機の時期に匹敵するほど停滞期間が長期化している要因は、米国景気とその他の地域の景気悪化のタイミングが異なっていた点が挙げられるだろう。

まず最初に世界景気の悪化に寄与したのは、中国や欧州、日本であった。米中間の貿易戦争が混迷を深める中で中国景気が弱まり、それに続き貿易依存度の高い欧州や日本でも2018年の早い段階から停滞局面に入った。一方で、米国はその時点ではまだ拡大局面であった。米国が停滞局面に入ったのはその年の後半であり、世界全体で見た停滞局面はその間ずっと続く結果となった。景気停滞の長期化に伴い、先進国債券や金などの価格も継続的に上昇をしていった。

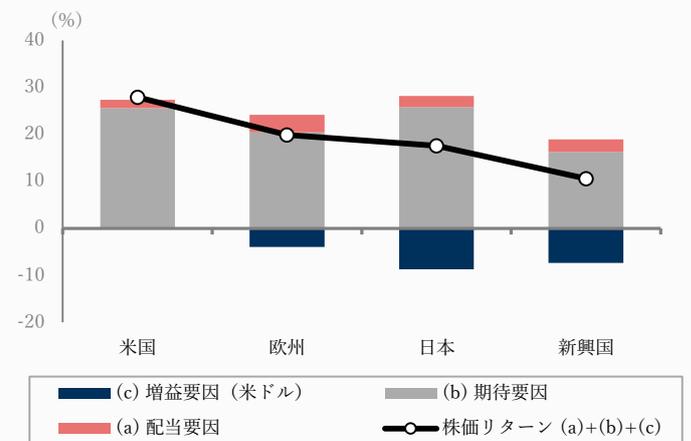
しかし、8月を乗り切るとCLIの悪化も徐々に収まってきた。主要国の株式は、企業業績は依然として弱い動きが続いているものの、将来の回復期待から株価収益率（PER）が牽引して上昇している。このようなPERの上昇による株価の押し上げは、過去の景気停滞期でも終盤から表れやすい特徴である。これまでの景気循環のパターンに基づけば、今後は株価を支える要因は、PERから企業業績に移っていくとみられる。

図1：景気循環の概念図と局面別の魅力的資産



出所
図1：OECD
図2：Factset

図2：2019年の株価変化と要因（11月末時点）



注
図2：米ドル建ての株価リターン（MSCI ワールド・インデックス及びMSCI エマージング・マーケット・インデックスを基に計算）を配当要因、期待要因（PERの変化率）、増益要因（12ヵ月先予想利益の変化率）に分解して表示。

債券・クレジット市場

米国債利回りは短期間で反発したものの、利下げの見通しは継続

米連邦準備制度理事会（FRB）をはじめ、多くの国・地域の金融当局は、景気減速に対応するため金融緩和のスタンスを維持している。

米国の金利先物市場は2019年以降、期先物の金利が期近物を下回る状態が続いている。これは、将来の利下げへの期待が依然として強いことを示唆している。市場でリスク回避的な動きが最も強まった8月に比べると、マイナス幅は幾分縮小した。しかし、米国の2020年の経済成長率が潜在成長率を下回る可能性を鑑みると、利下げ期待の解消までは時間を要するだろう。

懸念されていた米中間の通商摩擦について、12月に第一段階の合意がなされたことにより、ひとまず市場環境は改善した。しかし今後も米大統領選挙の動向を睨み、実体経済の先行きには不透明感が残ろう。反面、実体経済が安定している中で、マインドや市場環境が悪化するだけで利下げを行うと、資産価格の過度な上昇に繋がるリスクも高まるだろう。

新興国債券や投資適格債券の米国債利回りに対するスプレッドは、2019年年初からは安定的に縮小方向に推移してきた。他方、低格付債券や米国モーゲージ債券は、それらに比べるとスプレッドは若干乖離した状況となっている。

図1：米国の利下げ織り込みと10年国債利回り



図2：銀行貸出態度と金融環境指数

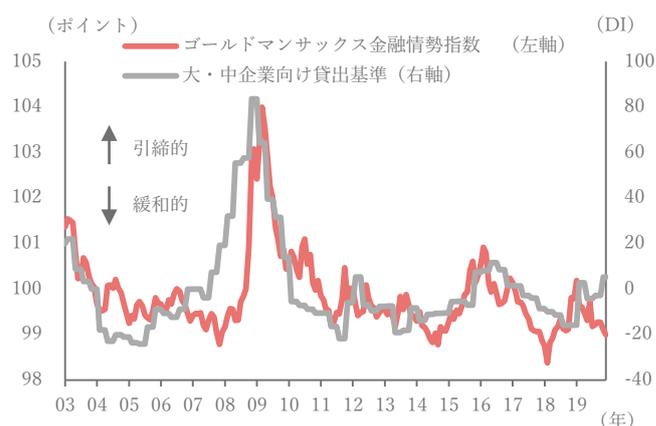
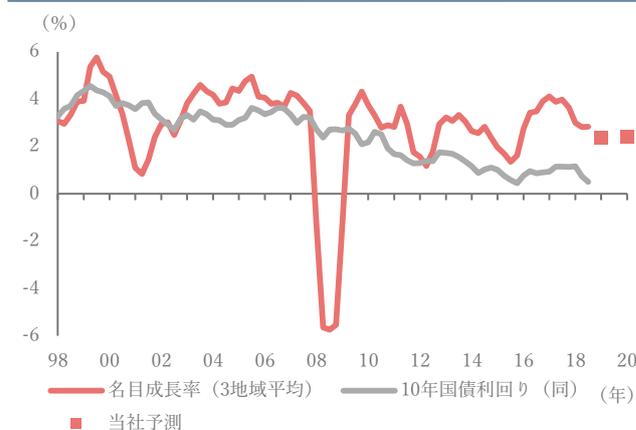


図3：新興国および社債のスプレッド



出所
 図1：Bloomberg
 図2：Bloomberg
 図3：Bloomberg
 図4：Oxford Economics

図4：米・欧・日の成長率と10年債利回り



株式市場

企業業績が伸び悩む一方、金融政策や先行指標の改善に期待が高まる

世界株式市場は8月の急落から反発に転じ、再び上昇局面に転じてきた。企業業績の改善は未だ見られないが、中国の景気先行指数や世界の半導体の出荷・在庫バランスなど、世界需要の先行きの好転を示唆する材料も出てきている。実体に先行した株価の上昇は、2012年や2016年などの時期と特徴が類似している。これらの時期は企業業績もその後改善に向かっており、今後こうした可能性は十分にあるだろう。

一方、人件費などの固定費の負担は懸念材料だ。米S&P500種企業全体の業績予想は、賃金上昇率の高まりなどによる利益率の縮小を背景に、これまで継続的に下方修正されてきた。日本企業はさらに、為替の動きで企業業績が大きく振れやすいリスクもある。グローバル景気に依存した製造業の構成比が高い点で、米中間の通商摩擦がエスカレートするリスクにも注意していく必要がある。

他方、情報技術の一部の製造業や、ソフトウェアやヘルスケアなど非製造業の成長産業は、景気循環の影響を比較的受けにくく、これまでの景気停滞期間も業績を伸ばしてきた。今後も株価の下支え要因として期待できるだろう。

図1：各市場の株式指数の推移

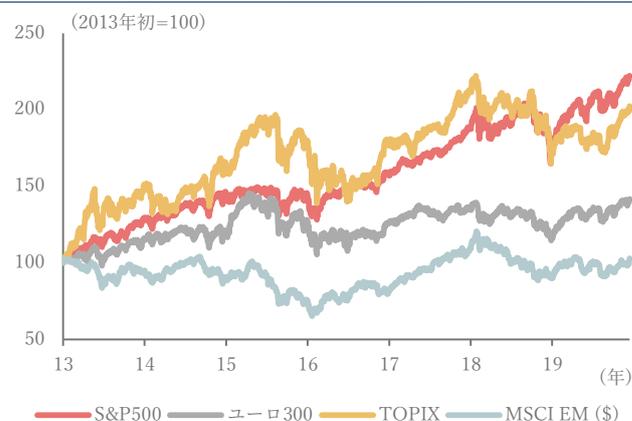


図2：各市場の利益見通し

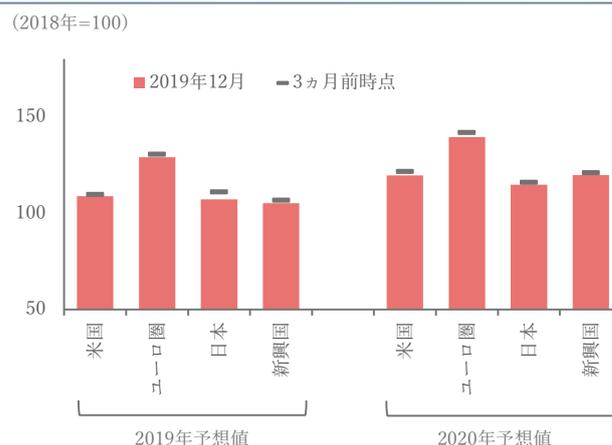
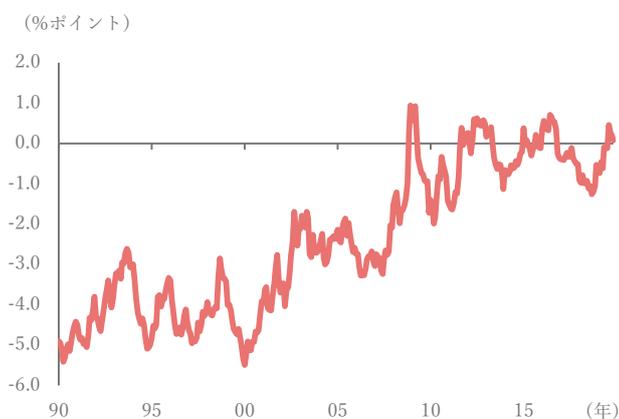
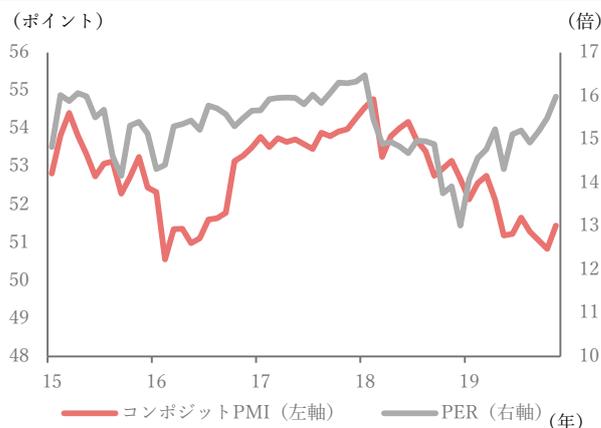


図3：イールドスプレッドの推移（米国）



出所
 図1：Bloomberg
 図2：Bloomberg
 図3：Bloomberg
 図4：IHS Markit, Factset

図4：世界の景況感とバリュエーション



注
 図3：米S&P500指数の実績配当利回りと米国10年債利回りの差。
 図4：PERはMSCIオールカントリー構成銘柄の予想PER加重平均値。

為替市場

世界的な利下げ局面で、金利水準の高さから米ドル高が継続

米国は7月に政策金利を引き下げに転換したものの、他国・地域の多くがそれに先んじて利下げを行ってきた結果、米ドル安には繋がらない状態が続いている。依然として米国の金利水準が相対的に高いことから、米ドルへの投資需要は強い。特にユーロは、年間を通して米ドルに対し低下基調が続いてきた。

ただし、米国も今後利下げが続いていくと、米ドル安の実現可能性は高まるだろう。欧州中央銀行（ECB）や日本銀行も追加緩和姿勢を示しているが、米国に比べると政策の余地は小さい。特にユーロ圏は、9月のECB理事会で決定した包括的な緩和策に対し、複数のメンバーの反対を押し切る形で行われたことから、今後は内部の調整面で円滑な政策運営に支障が出てくる可能性もあるだろう。

人民元は、2019年12月に米中間の通商問題が一旦後退したという見方から、米ドルに対し緩やかな増価が続きやすいだろう。新興国通貨は、各国・地域が利下げをしてきた局面でも資本流出などに波及しなかったことから、当面は全体的に安定に推移しよう。

図1：主要3通貨の推移

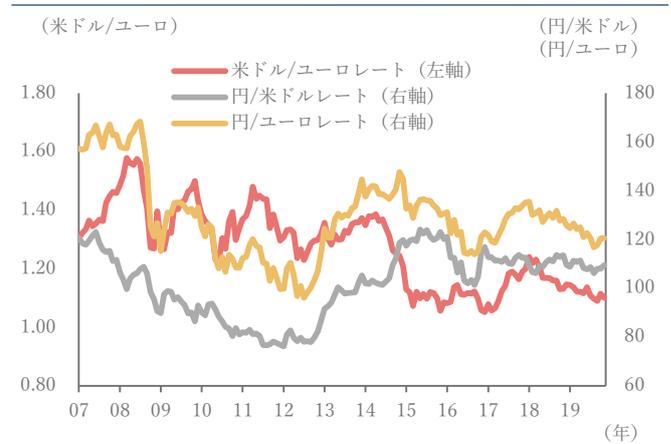
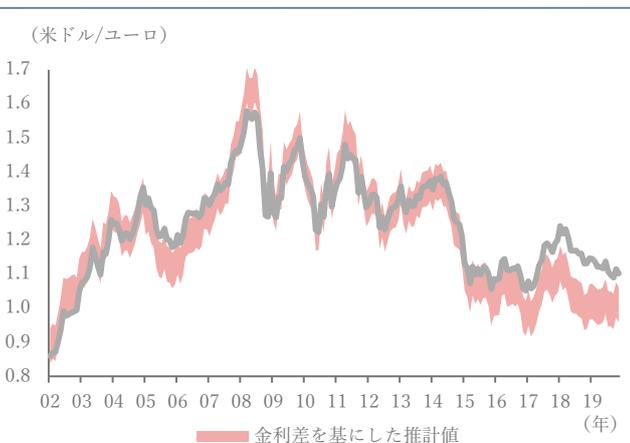


図2：米ドル指数と主要国の金利水準

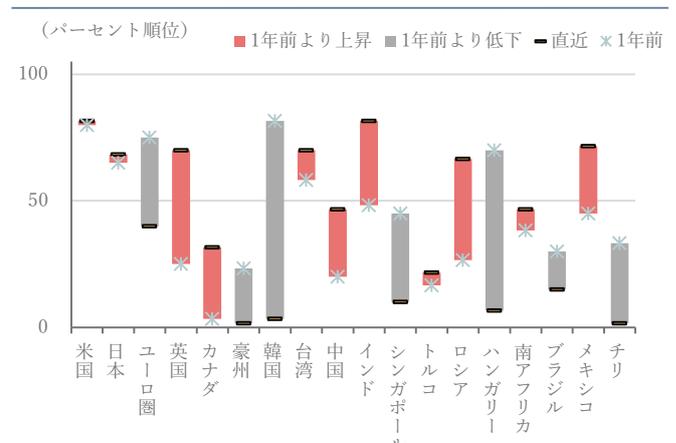


図3：金利差と米ドル/ユーロレンジの推移



出所
図1：Bloomberg
図2：Bloomberg
図3：Bloomberg
図4：Bloomberg

図4：過去5年間の各通貨の相対的位置



注
図2：米国以外の主要国は、ドイツ、イギリス、カナダ、オーストラリア、スウェーデン、ノルウェーの平均。
図3：金利差によるユーロドルレンジは、ユーロドル通貨をドイツと米国の2年債利回り格差で回帰した値から上下1標準偏差の範囲を取ったもの。
図4：過去5年間の月次の実質実効為替レートをパーセント順位に変換し、直近と1年前を併記したもの。

当資料で使用しているデータについて

当資料で使用した指数

- S&P500株価指数
- MSCI ワールド・インデックス、MSCI エマージング・マーケット・インデックス、MSCI オールカントリー・インデックス
- TOPIX（東証株価指数）
- JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス
- ICE BofA Global Corporate Index SM/®、ICE BofA Global High Yield Index SM/®

当資料で使用した指数の著作権等

- 「S&P500株価指数」に関する一切の知的財産権その他一切の権利はスタンダード&プアーズ ファイナンシャル サービスーズ エル エル シーに帰属しております。
- 「MSCI ワールド・インデックス」、「MSCI エマージング・マーケット・インデックス」、「MSCI オールカントリー・インデックス」はMSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- 「東証株価指数（TOPIX）」の指数値及び「TOPIX」の商標は、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など「TOPIX」に関するすべての権利及び「TOPIX」の商標に関するすべての権利は東証が有します。
- 「JPモルガン・エマージング・マーケット・ボンド・インデックス」は、J.P. Morgan Securities LLCが公表しているインデックスであり、その著作権および知的財産権は同社に帰属します。
- 「ICE BofA Global Corporate Index SM/®」、「ICE BofA Global High Yield Index SM/®」は、ICE Data Indices, LLCまたはその関連会社の登録商標です。
- ブルームバーグは、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーの商標およびサービスマークです。バークレイズは、ライセンスに基づき使用されているバークレイズ・バンク・ピーエルシーの商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグ・バークレイズ・インデックスに対する一切の独占的権利を有しています。

MEMO

当資料に関するお知らせ

当資料は、参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。

当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料中の記載事項は、全て当資料作成時以前のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。

当資料中のいかなる内容も将来の運用成果または投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。

【野村アセットマネジメントからのお知らせ】

■投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、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により投資一単位当たりの価格が変動します。

したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。

なお、投資信託は預貯金と異なります。

また、投資信託は、個別の投資信託毎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ので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧下さい。

■投資信託に係る費用について

2020年1月現在

ご購入時手数料 《上限3.85% (税込み)》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用 (信託報酬) 《上限2.222% (税込み)》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 *一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 *ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入有価証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

上記の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。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、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧下さい。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。

野村アセットマネジメント

商号:野村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373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/

一般社団法人第二種金融商品取引業協会