

# マクロ経済見通し2020： 視界は必ずしも良好ならず



Core Investment  
Macro Research チーム

寄稿者：

Chris Iggo — AXA IM Core Investments CIO

Romain Cabasson — Solution Portfolio Managers, AXA IM Core Multi-Assets

Alessandro Tentori — CIO AXA IM Italy

---

## 目次

マクロ経済見通し — 信号は（やや）青に変わるが経済は失速 Gilles Moec／著	3
投資見通し — 2020年：慎重姿勢を保ちながらも楽観的なアプローチ Chris Iggo／著	6
米国 — 失速速度を下回る David Page／著	8
ユーロ圏 — 各国が自力で立て直せるかどうかカギ Apoline Menut／著	11
英国 — ブレグジット後の行方 David Page／著	14
日本 — 日出ずる国・・・しかし成長率は低下 Hugo Le Damany／著	16
中国 — 貿易紛争が休戦を迎えても成長率は6%を下回る Aidan Yao／著	18
新興国市場 — 明日は明日の風が吹く Irina Topa-Serry／著	21
為替 — 米ドルへの追い風は弱まるがキャリーは依然重要 Romain Cabasson／著	24
金利 — 2020年はまずまずのパフォーマンスをあげる見通し Alessandro Tentori／著	27
クレジット — 成長率が低迷する中、クレジットは引き続き春を謳歌 Gregory Venizelos／著	30
株式 — 景気拡大局面は既に10年目 — それでも弱気にはなりづらい Varun Ghotgalkar／著	33
予測のまとめ	36
2020暦年の出来事	37
略語用語集	27

# 信号は（やや）青に変わるが経済は失速

Gilles Moec／著

## 主なポイント

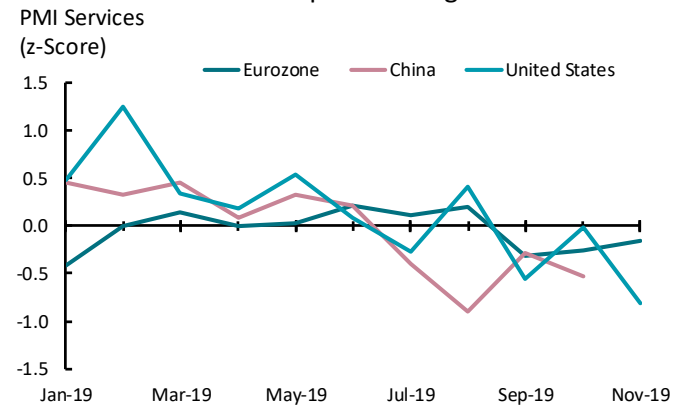
- 主要なマクロ経済リスクが後退し始めたことを受け、2019年に世界的な景気後退に陥るのではないかと懸念は和らいだ。
- しかし主要経済国・地域の2020年のGDP成長率は潜在成長率を超えられない可能性が高いと見ている。これまでの打撃の影響が残り、以前からの逆風は解消されておらず、新しい不確定要素が浮上しているためだ。
- 2021年の基本シナリオでは、世界の経済成長率はほぼ景気停滞に等しい水準まで低下すると予想する。政策による支援の欠如が今後2年間の主要テーマとなる。

## 明白なリスクの陰に潜むもの

2019年の世界経済は、2つのリスクによって定義することができる。そのうちの主なリスクは米中貿易戦争であり、これは欧州連合（EU）にも波及するおそれがある。もう1つのリスクはブレグジットであり、これは比較的小さいとは言え、欧州には大いに関係する。当然ながら、世界の投資は強い不透明感から大きく落ち込んだ。夏の終わり頃には、既に縮小傾向にあった製造業からサービス業へと、世界経済の「自然な下り坂」が徐々に広がっていき、冬までに総需要が大幅に減少する可能性が現実化した。幸い、秋になるとやっといくつかの「悪くない」シグナルが現れた。

詳細条件の決定に至ることは困難だとしても、米中貿易交渉は部分的な合意に達しつつあり、少なくともこれ以上の悪化は避けられるだろう。米大統領府は欧州産自動車に対する関税の引き上げに言及しなくなった。英国では、「合意なきブレグジット」のリスクが後退したことに伴い、2019年末に世界のその他地域に対する英国からの需要が急激に落ち込むリスクが大幅に後退した。

Exhibit 1: Still time to stop the contagion



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 25/11/19

もちろん、世界的に市場心理の悪化スピードはある程度「加速」しており（Exhibit 1）、サービス業の景況感は今後もしばらく低下基調をたどる可能性が高い。しかし当社は、そこから2019年後半または2020年前半に世界的な景気後退に発展するとは予想していない。労働市場が世界的に堅調さを保っており、主要経済国・地域において個人消費が引き続き経済を支えていることは重要な点である。

とは言え、世界経済が「危機を脱した」とは断定できない。リスクは後退しつつあるものの、これまでに受けた打撃の影響は今後も残る。米中両国が「第1段階の合意」に達すれば、エスカレートを食い止めるには十分だろう。しかし当社は2018年以降に行われた関税の引き上げが早急に撤回されるとは考えていない。加えて、欧州では過剰生産能力が再び発生しており、その吸収には時間がかかりそうである。確かに2019年初頭の調査では、生産のボトルネックが急激に拡大し、資金不足や人材難が次第に生産の足かせとなりつつあることが報告されていた。ついに、投資を行う説得力のある理由が出現したのである。しかし、残念ながらボトルネックは今や完全に解消されている。したがって、たとえ経済情勢が好転したとしても、企業が設備投資を早期に再開する可能性は低いと思われる。

さらに、差し迫ったリスクが改善されつつあるとは言え、「これまでの逆風」を振り返って見る必要がある。

第一に、中国の需要の減速が始まったのは「貿易戦争」の前であり、貿易戦争が終結しても需要は減速を続ける可能性が高いことに留意する必要がある。人口動態問題がますます潜在GDPを圧迫し、その一方で、非資本集約的な成長モデルへの移行も成長トレンドの重石となっている。中国当局はこれまで景気刺激策の実施をやや抑制してきたが、これはおそらく国内の金融不均衡を拡大したくないと

いう意思の表れであろう。2020年に貿易戦争の影響が弱まれば、中国当局はこれまで以上に景気刺激策を抑制し、来年のGDP成長率が穏やかに一段と低下することを容認すると思われる。

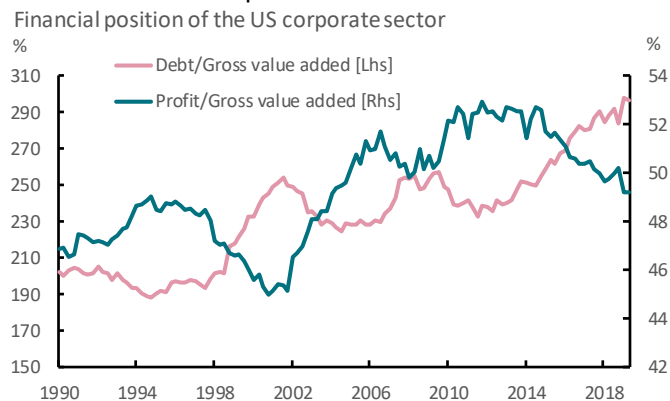
第二に、ユーロ圏では、企業収益がGDPに占める割合が低下傾向をたどってきた。ドイツはその最たる例である。これは来年、企業の設備投資が回復に転じるか否かに注意しなければならない理由の1つである。

第三に、米国では家計部門の節約志向が低下した一方で、企業部門は債務を拡大している。

金利と失業率が極めて低い水準にあるにもかかわらず、米国の個人貯蓄率がグレート・リセッション前の超低水準（2007年時点で3.7%）に回帰する動きは見られない。それどころか、個人貯蓄率はこのところ上昇傾向にある（2019年第3四半期には8.1%と、前年同期の7.5%を上回っている）。2008年の記憶が残っている消費者の間に貯蓄を積み上げておこうという心理が働いているのかもしれないが、当社はむしろ人口動態的要因の影響が強いと考えている。これは、個人消費の伸びの「頭を抑える」ことになる。

企業の債務は大きく膨らみ、企業の収益性は悪化した（Exhibit 2）。金利が低く債務返済が経常支出に大きな影響を与えないため、このことは現時点では大きな問題ではない。しかし米国企業の意思決定者は債務の拡大を続けることへの熱意を徐々に失い、その一方で、利益を守るために人件費を小幅に削減する可能性がある。

Exhibit 2: Watch corporate America's numbers



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 25/11/19

最後に、新しい不確実要素が浮上している。米国で大統領の弾劾法案が可決された場合の最も直接的な影響は、予備選挙で民主党の最も急進的な候補者が勢いづくことである。民主党候補は規制強化と増税を公約に掲げており、民間企業は設備投資に関する様子見姿勢を一段と強める可能性がある。欧州では、おそらく「合意なきブレグジット」

が選択肢から外れ、保守党が総選挙に勝利したとしても、自由貿易協定を巡るEUとの苦しい交渉プロセスが始まれば、多くの混乱が生じるだろう。ユーロ圏では、イタリア国内の政治情勢の変化によってEUとの緊張が和らいだとは言え、手強い地方選挙（と、実施される可能性のある国民投票）の結果次第では、イタリアが再び不安定化するおそれがある。スペインでは中道左派と急進左派の新連立政権は安定過半数を確保できない見通しであり、その一方で、財政出動の余地がどれだけ残されているかを模索しつつある。

全体として、中国を除く主要新興国を別にすれば、主要経済国・地域のほとんどにおいて、実質GDP成長率は潜在成長率と同程度か、それをやや下回ると当社は考えている。事実、2019年はトルコ、ブラジル、メキシコにとって非常に厳しい1年だった。とりわけ、先進国のより緩和的な金融政策によって外部からの財政圧力が和らげば、これらの諸国は自動的に回復する可能性が高い。

### 世界経済が「失速速度」以下に減速するのを防ぐには

GDP成長率が非常に長期にわたって潜在成長率と同水準で推移することは、かなりまれである。何らかの小さなショックがあれば、労働市場は逼迫し、それに加速要因が加わって景気が拡大する。多くの場合、景気を上向かせるきっかけは、適切な景気支援策である。当社は近いうちに景気支援策が実施されるとは考えておらず、そのため2020年末から2021年にかけて、世界経済はほぼ景気停滞に近い状態まで更に減速すると予想している。

事実、FRBは今年、先制措置を取ってきたが、迅速な対応に対するFRBの意欲と、緩和の量とを天秤にかける必要がある。FRB自身のモデルを用いて計算した場合、0.75%の利下げはGDPを0.3~0.4%押し上げる効果があるが、これまでの金融引き締めによる効果を完全に相殺するには至らない。過剰生産能力が再び拡大する2020年末には、連邦公開市場委員会（FOMC）は更なる利下げを余儀なくされるだろう。しかしそれは先制的というよりも事後的な対応であり、また仮にFRBが「徹底的な」対策を打ち出すとしても、支援策の効果を過大評価すべきではない（FF金利をゼロにした場合、GDPを0.8%押し上げる効果がある…ただし2年後に）。加えて、財政支援策も考慮しなければならない。2019年には、2018年に米国が実施した財政支援策による最後の効果がまだ残っていた。財政赤字がGDP比5%近くに達して、とりわけ2020年は選挙の年であるため、ねじれ状態の国会であればなおのこと、米国に財政出動を行う余地はない。

欧州では金融政策が限界に達し、欧州中央銀行（ECB）の政策理事会の中道派でさえも、非伝統的な政策手段が及ぼす副作用を指摘している。財政政策に関しては、検討する意味がある国はドイツのみである。2020年のドイツで



は、景気の自動安定化装置が作動すると思われるものの、労働市場のたるみが明白になる2021年まで、ドイツが適切な裁量的支援策を取ることはないだろう。ドイツが財政刺激策を打ち出すための政治的・制度的なハードルは高く、予算措置は、予防的なものよりも事後的なものとなるだろう。

### **こうしたマクロ経済シナリオを元に、どのような取引を行えばよいか**

金融政策によって、元々あった「利回りを追求する」強い動きが増幅され、その結果、債券は全体的に堅調なパフォーマンスをあげてきた。各国中央銀行は戦略と政策手

段ミックスを見直すプロセスに入っており、焦点は伝統的な政策手段から離れつつある。今後は、低ボラティリティ、マイナスの期間プレミアム、流動性リスクといった債券のリスクが、金利市場のパフォーマンスを左右するようになるだろう。

現時点では世界経済に対するリスクが後退しており、金利が超低水準に留まっていることを踏まえ、当社は2020年にかけての株式に関して前向きな見方を維持しており、米国の割安な景気循環銘柄と、フリーキャッシュフローが潤沢な、ユーロ圏の厳選された好配当銘柄を嗜好している。2021年は、2020年よりも更に厳しい年になると見ている。

# 投資見通し — 2020年：慎重姿勢を保ちながらも楽観的なアプローチ

Chris Iggo／著

## 主なポイント

- 金融政策その他の政策イニシアティブによって、2020年に先進国経済が減速する可能性は低下したと見られる。
- そのため当社は「弱気相場」への移行を、基本シナリオではなくテールリスクと見ている。
- しかしマクロ経済見通しと足元のバリュエーションを考慮すれば、2020年に2019年と同程度のリターンをあげられる可能性は低い。

投資家は過去2年の間、世界経済の減速から、ついには（景気サイクルの終わりに付き物の）景気後退に陥るのではないかと懸念してきた。しかしここ数カ月間で、そうした懸念は後退している。

既に長期化している足元の景気サイクルは、金融政策や、世界経済の不透明感が薄らいでいることを背景に、本稿の予想期間を越えて長期化する可能性すらある。

そのため当社は、リスク資産市場が今後12カ月以内に弱気に転じる可能性は低いと見ている。とは言え、当社は以前ほど楽観視しておらず、債券市場であれ株式市場であれ、2019年に匹敵するリターンをあげることは困難と思われる。

バリュエーションは多くの領域で割高となっており、債券利回りは既に2019年初頭よりも低下し、一方で株式の格付けは上昇している。加えて、マクロ経済見通しに対するリスクがあるとすれば、それは上振れではなく下振れのリスクである。貿易やプレグジットといった課題に前向きな進展があって市場心理が改善したとしても、このことに変わりはない。

## 金融政策：据え置かれる可能性が高い

当社がある程度の自信を持って言えるのは、金利環境に大きな変化はないだろうということだ。FRBは2018年末に金融引き締めから金融緩和に方向転換し、2019年の追加利下げの道を開き、一方、ECBは9月に更なる緩和を行った。

今のところ、追加緩和を行う理由はほとんどないように見え、第4四半期に債券利回りが小幅に上昇したことは、市場が追加緩和を求めていることを示唆しているように思われる。

実際のところ、2020年に2019年と同水準のリターンを実現するためには、利回りが更に大幅に（多くの場合、史上最低水準まで）低下する必要がある。経済状況が大幅に悪化しない限り、そのような状態にはならないだろう。おそらく現時点では、マクロ経済がやや好転して利回りが小幅に上昇する可能性の方が高い。

## 債券：ボラティリティに注意

当社は今後、債券が一定方向に大きく動くとは考えていない。金融政策によって金利が超低水準に張り付いている状況では、そのような動きは生じないためだ。世界的な資金の流れにも目を配る必要がある。米国債利回りが2.0%～2.5%のレンジに上昇した場合、欧州と日本の投資家は、域内または国内債券市場の利回りが低いことを理由に、米国債の買い手となる可能性が高い。クレジットに関しては、足元の景気サイクルが後半に入っているにもかかわらず、クレジット・サイクルが大幅に悪化する兆しはほとんど見られない。

低金利と、全体的に緩和的な金融政策が、債券市場を支えている。当社のハイイールド債チームは、デフォルト率は低水準で推移すると予想している。債券市場の中では、引き続き社債に投資妙味があると考えている。また欧州では、ECBによる社債購入の再開が強力な支えとなり、信用スプレッドは比較的タイトな水準に留まると見ている。

景気見通しがもっと劇的に変化しない限り、債券市場が大幅に弱気に傾くことはないだろう。読者諸氏のほとんどは、FRBが早期に利上げを再開したり、インフレ率が上振れしたりする可能性はあまり高くないと考えているはずである。

また、欧州各国の政府が支出を大幅に拡大する可能性も高くはない（ただし、支出拡大が総選挙の公約となっている英国は例外だろう）。欧州には、より積極的な財政政策と高格付け国債の増発が必要だが、当社はこれらが近いうち実現することはないと見ている。

とは言え、債券市場のボラティリティが一時的に急上昇する可能性を排除すべきではない。足元の低金利環境を踏まえ、当社は、ボラティリティを抑え、インカム・ゲインを重視し、または債券市場で最も割安なセグメントに対する機動的なアロケーションを通じて安定したリターンを実現することのできる、十分に分散された柔軟な投資戦略を選択する。

前者に関しては、デュレーションの短期化戦略は、弱気相場の下落局面に巻き込まれることを制限してきた強力な実績があり、一方で市場が好調な時には上昇の波に乗ってき

た。ハイイールド債や新興国債券など、高ベータ・セグメントではなおさらである。当社が見るところ、これらの戦略は現在の市場見通しに適しているように思われる。

## 株式：利回りを追求するなら株式が有利？

当社のマルチアセット・チームは現在、景気サイクルという観点から、株式について、債券よりも楽観的な見方を取っている。株式市場に有利な政策や、貿易戦争とブレグジットにある程度解決の目処が立ったことが、株式市場に対する前向きな投資家心理を支えると見られる。成長率がある程度上方修正される余地が生じた市場では（例：世界的に製造業が改善するシナリオでのドイツと中国、あるいはソフト・ブレグジットが成立した場合の英国）、株式市場の相対的なパフォーマンスが改善する可能性がある。

金利が低く経済成長が小幅なシナリオでは、グロース銘柄が再びバリュースコア銘柄をアウトパフォームすると予想される。債券に似た性質を持つディフェンシブ銘柄と比較すると、景気循環銘柄は依然極めて割安であり、そのうえ更に調整が入る可能性がある。米国ではそれほど明確ではないものの、多くの株式市場およびセクターの配当利回りは、債券利回りを上回っている。

インカム・ゲインを追求する投資家は、引き続き、債券市場よりも株式市場において、より妙味のある投資機会を見出すことができるだろう。多くの債券がマイナス利回りで見出されている欧州債券市場では特にそうである。しかし株式市場への傾斜配分を補うため、物価連動債を通じた世界のインフレリスク・プレミアムへのエクスポージャーや、欧州ハイイールド債を通じてより高いインカムへのエクスポージャーを取ることは、理に適っている。当社のマルチアセット・チームは、足元の環境では、成果重視型のソリューション（グロース、インカム、インパクト、購買力の維持）が適切だと考えている。

## ESGのアクティブ運用：今後唯一の投資方法？

2020年以降には、引き続き、特に2つのテーマが投資家の議論の中心になることが予想される。その2つとは、パッシブ運用とアクティブ運用、そして投資の意思決定において環境・社会・ガバナンス（ESG）を考慮に入れる必要性が高まっていることである。アクサ・インベストメント・マネージャーズは、自らをアクティブな長期の責任ある投資家と位置づけている。パッシブ運用アプローチを通じて市場のベータにアクセスすることには、それなりの利点があるが、これは特定のスタイルが他よりも優れているといった単純な話ではなく、もっと複雑な議論である。

当社は、アクティブ運用とは、単にインデックスをアウトパフォームすることだけではないと考えている。アクティブ運用とは、投資家のリターン目標を実現するためのソリューションを投資家に提供することである。つまり、投資家に選択肢と柔軟性を提供することである。債券のデュレーション短期化戦略は、セクターや年限が異なる債券の間で何度も入れ替えを行うという意味での「アクティブ」運用ではないかもしれないが、特定のリターン特性の実現を目指すという意味では「アクティブ」運用と言える。

同様に、人口動態と技術の大きな進化と変化を背景とした世界経済の長期的変化に関する当社の予想に基づいてテーマ投資の選択肢を提供することは、「アクティブ」な運用である。

また今日のアクティブ運用は、ESG要因を投資の意思決定に盛り込むことも意味する。これは、パッシブ運用アプローチには不可能なことだ。投資家は、自分の資金が、気候問題、社会的不公正、および好ましくない事業慣行の改善に貢献する企業に投資されることを望んでいる。当社は、こうしたアプローチは地球を良くすることに役立つだけでなく、長期的に優れたパフォーマンスをあげること、投資家に利益をもたらす可能性があると考えている。

当社はアクティブ投資家として、事業モデルや利益率、信用リスクを評価するのと同じ方法でESG要因を調査および評価することに多くのリソースを費やしている。アクティブ運用とは、最大のリスク調節後リターンを得られるよう努力することだ。しかしそのプロセスの中で、投資戦略のリスクや長期的な持続可能性を見極めることは、ますます重要となっている。

# 米国 — 失速速度を下回る

David Page / 著

## 主なポイント

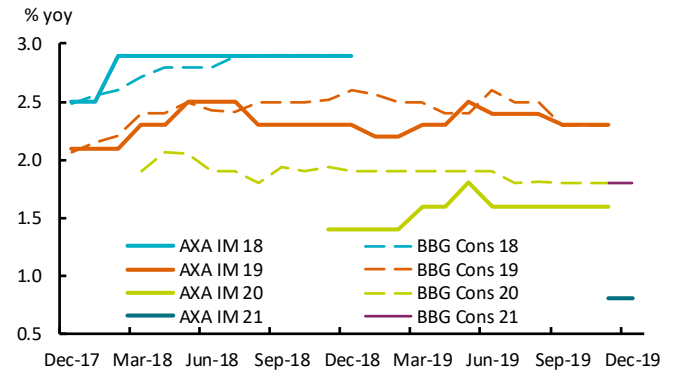
- 貿易政策に対する不透明感と2020年の大統領選挙は、今後の米国の見通しを占う上で重要な未知の項目である。
- 全体として、経済的な追い風よりも逆風の方が強まる見込みである。当社は2020年の経済成長率が1.6%に低下し、2021年には更に0.8%まで低下すると予想する。
- 2021年の更なる景気減速により、米国経済は「失速速度」を下回るおそれがある。FRBは、そうした事態を予想しているのであれば、2020年第4四半期に緩和を開始すべきである。

## 短期的なリスクが中期的な見通しを曇らせる

2019年のほとんどの期間のGDP成長率が発表された今、当社は成長率2.3%という予想に対する確信を強めている。Exhibit 3は、当社がこの予想をしばらく前から維持しており、最近では市場のコンセンサス予想も当社の予想とほぼ一致していることを示している。しかし2019年の市場のダイナミクスにはより大きな変化があり、FRBは今年、利上げではなく、当社が1年前に予想していたように3回の利下げを行った（当社はこれで打ち止めだと考えている）。この変化をもたらした最大の要因としては、米国が予想以上に積極的な貿易政策を打ち出し、世界の貿易、経済活動、および企業の設備投資に影響を及ぼしていることにより、企業の間で不透明感が高まっていることが挙げられる。2020年と2021年に関して言えば、短期的な不確実要素がどのような進展をたどるかが、今後2年間の見通しに引き続き大きな影響を及ぼし、中期的な経済的要因を左右するおそれがある。

Exhibit 3: Evolution of forecasts

US - Evolution of GDP forecasts



Source: Bloomberg and AXA IM Research, Nov 19

米国政権はこのところ、貿易政策に対して従来よりも融和的なアプローチを取っているように見える。当社は現在、米中両国が12月に貿易交渉の「第1段階」の暫定合意に達すると予想している。限定的な合意であっても、更なる関税の引き上げは見送られ、中国は米国産農産物の購入を拡大し、米国の金融サービス企業に対して中国市場をより開放することになるだろう。これは本来、2018年に合意してもよかった内容である。知的財産の保護、技術移転の義務づけ、国の補助金といった、より厄介な問題は、今後の交渉に持ち越される見通しである。また米国は自動車関税も先送りしており、当社はどちらの問題も2020年の大統領選挙後まで持ち越されると予想している。

来年の選挙も、不透明感が高まる直接の原因となるだろう。民主党から大統領に立候補したエリザベス・ウォーレンは、最有力候補であるジョセフ・バイデンとの差を縮めた。ウォーレンはバイデンよりも急進的であり、勝利を確実にするために必要な共和党穏健派の票の取り込みに苦戦する可能性がある。仮に当選した場合、「トランプ特需」とは反対に、ウォーレンの公約に対する懸念を理由に、企業心理が悪化しかねない。民主党の候補者選出プロセスは始まったばかりであり、ウォーレンが選ばれる保証はないものの、リスクであることに変わりはない。

また現在、ドナルド・トランプ大統領に対する弾劾手続きが進められており、トランプ大統領が来年もその地位にいられる保証はない。下院は年内に、大統領を訴追するための弾劾訴追状を正式に可決すると見られる。弾劾には3分の2の賛成票が必要だが、現時点では、それに届く数の賛成が共和党議員から得られるとは予想しがたい。しかしそれも世論次第だろう。ウクライナ・スキャンダル発覚後の世論調査では、弾劾に賛成との意見が40%から50%に上昇している。公聴会の結果、賛成派が60%（リチャード・ニ



クソン元大統領の弾劾が承認された時の水準)を上回った場合、上院の判断に影響を及ぼす可能性がある。現時点ではその可能性は低い、もはやテールリスクとは言えなくなっている。

### 経済的な逆風により、景気は一段と減速

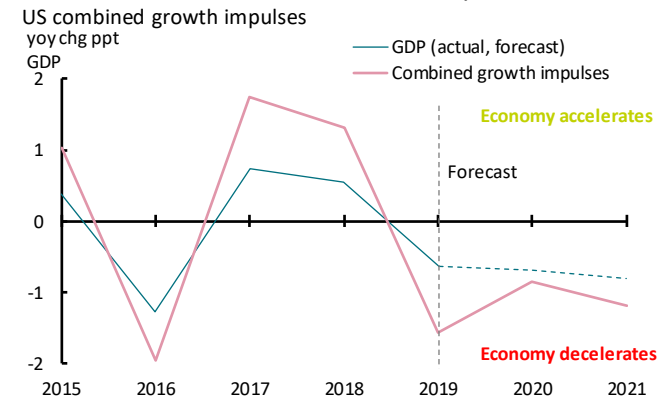
こうした不確定要素を別にしても、中期的な経済的要因のために、経済成長の逆風は強まることが予想される。来年は緩やかな逆風に留まるかもしれないが、2021年には激しさを増すだろう。

トランプ大統領の2018年税制改革法に従い、2018年には大規模な財政刺激策が実施された。2019年にはその効果は薄れたものの、引き続き景気を支えた。2020年には残りの効果も剥落し、現法制に基づく議会予算局の予測によれば、2021年には財政引き締めに転じることになる。

また与信条件の悪化も成長の重石となる可能性が高い。住宅ローンの与信条件は、2年遅れでイールドカーブの傾斜に追従してきた。つまり、2019年に長短金利が逆転したことは、2020年と2021年に住宅ローンの与信条件が厳格化されることを示唆しており、そうなれば、実質可処分所得の伸びが鈍化する中で、住宅投資に対する重石となるだろう。また現在、1990年代後半と同様に信用スプレッドが緩やかな縮小傾向をたどっていることも、米国経済への更なる逆風となるだろう。

これらの要因は、金融政策による経済成長の抑制効果が薄れることで、ある程度相殺されると思われる。バランスシートの縮小と利上げの組み合わせにより、2019年の成長率は0.7ポイント押し下げられたと推定される。金融政策の効果は遅れて生じるため、2019年の金融緩和の効果が現れるのは2021年以後になるが、金融引き締めの時間差を置いた影響は2020年には薄れることになる。また当社は、貿易が暫定合意によって安定化することで、世界貿易も成長率の上昇にやや貢献すると予想している。しかし、多くの国や地域が景気刺激策を実施しているとは言え、刺激の程度や予想される景気回復の規模は、特に中国においては、過去の景気サイクル半ばの景気低迷期よりも小幅に留まると見られる。

### Exhibit 4: Economic headwinds set to persist



Source: Bloomberg and AXA IM Research, Nov 19

### 景気悪化の加速要因と失速速度

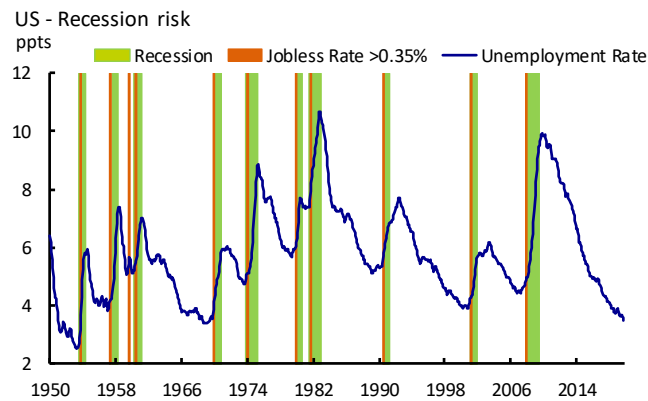
当社は2020年の成長率を1.6%と予想しているが、FRBによる景気刺激策と世界貿易の見通しを踏まえ、景気の下振れリスクよりも上振れリスクの方が大きいと考えている。当社は、これを潜在成長率と同程度と見ている。2021年にかけて景気が一段と減速した場合、米国経済は「失速速度」を下回り、成長路線から外れるおそれがある。

景気の悪化スピードを速める可能性のある要素は、いくつも存在する。米国の失業率が上昇する時は、たいてい急激に上昇する。Exhibit 5が示すように、失業率が直近の底から0.35ポイント上昇した時は、1回を除いて毎回景気後退に突入し、失業率が一段と大幅に跳ね上がっている<sup>1</sup>。これは、失業が増えると消費者と企業が支出を抑制し、景気に二重の打撃を与えるためと見られる。当社は2021年には、失業率の上昇を引き金として、成長率が成長トレンドを下回る水準まで低下すると予想している。

さらに、財務状態が景気の減速を悪化させることも少なくない。株式市場は景気の減速を先取りする傾向にあるが、株価の下落は投資家心理と資産効果を通じて個人消費に影響を及ぼす可能性がある。加えて、当社は企業の債務水準が問題だとは考えていないものの、景気が悪化すれば社債の信用スプレッドが拡大することは避けられず、企業の借入・支出能力は低下するだろう。そのため、市場は景気の悪化によって企業の財務状態が逼迫し、景気の悪化スピードが速まることを懸念している。

<sup>1</sup> The Fed's Claudia Sahm has observed a similar effect based around a 0.5% adjustment – the “Sahm rule”.

## Exhibit 5: Evolution of forecasts



景気の悪化スピードを速めるこれらの要因が組み合わされることで、結果的に景気後退に陥る可能性がある。しかしこれらの複合要因がいつ発生するかを正確に予測するのは困難だ。当社は、景気の悪化スピードを速めるこれらの要因のために、2021年には経済成長率が0.8%まで低下し、四半期ベースではマイナス成長もあり得ると考えている。

### 不確実要素とFRBの役割

多くの場合、景気の悪化は予期しない出来事であり、景気の減速を予測するだけで減速を防げるのかという疑問は理に適っている。FRBは今年、景気がある程度軟化することを予測し、より急激な景気減速に対する保険として金融緩和を行った<sup>2</sup>。しかし金融政策の効果は遅れて現れるため、FRBは将来の景気減速を正確に予測する必要があり、2021年のリスクを打ち消すためには2020年に行動しなければならない。

過去を振り返って見ると、FRBがこうした行動を成功させた例はほとんどない。またFRBは、足元の経済環境が「良好な状態にある」と見ており、状況が「大きく」変化しない限り、追加緩和は行わないと述べている。当社は現在、FRBは2020年第4四半期まで金利を据え置くと予想している。その頃には再び景気減速の兆しが現れ、FRBは2020年に（1.00～1.25%まで）2回の利下げと、2021年に事実上の下限金利までの利下げを余儀なくされると予想される。しかしそうした緩和の再開が景気の押し上げ効果を発揮するのは2021年より後になるだろう。

景気がトレンド成長率を下回る水準まで減速するタイミングを予想することは困難だ。未知の事柄を既知の事柄から推定すれば、現在の状態を未来に投影してしまうリスクがあり、対策の時期が速すぎれば、将来の予想が直ちに現実のものとなりかねない。また歴史的に見て、景気的大幅な悪化は、外生的な地政学的事象と関連している。そこで、2020年の選挙が更なる景気減速のリスクを抑制できるかどうかという問題に再び立ち戻ることになる。当社はこの点を論じるのは時期尚早だと述べた。しかしトランプ大統領が2期目も続投となれば貿易摩擦が再燃する可能性があり、一方でウォーレン大統領が誕生となれば、企業心理が悪化する可能性がある。選挙がこれ以外の結果に終わることも考えられるが、現時点ではこの2つが最も可能性が高いと思われるシナリオであり、来年の選挙は景気減速のリスクを低下させるのではなく、高めることにつながると思われる。

<sup>2</sup> The Fed reduced its Fed Funds Rate by 0.25% in July, September and October to the current 1.50.-1.75%.

# ユーロ圏 — 各国が自力で立て直せるかどうかのカギ

Apolline Menut / 著

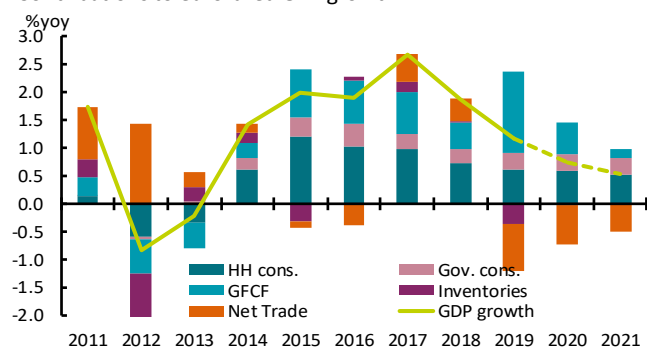
## 主なポイント

- ユーロ圏経済は2020年も減速を続け、成長率は前年比1.2%から同0.7%まで低下すると予想される。世界的に製造業と貿易が改善したとしても、経済全体に対する悪影響がそれを上回るためだ。
- ECBは限界に達しており、何もせずに平然としていることが主な課題となるだろう。中銀預金金利は2020年を通じて据え置かれると予想される。2021年には待望の財政拡張が経済を後押しするものの、ユーロ圏の統合（財務の相互化、銀行同盟）はあまり進まない可能性が高い。

## 2019年は貿易の低迷が景気を下押し…

2018年の時点で急激に減速しつつあったユーロ圏経済は、2019年には更に勢いを失うことになった。当社は2019年の平均成長率を、2018年の前年比1.9%を下回る同1.2%と予想している。この景気減速の主な原因は、非常に不透明な外部環境と、世界的な製造業の低迷にあり、そのため純輸出が減少した（Exhibit 6<sup>3</sup>）。一方、内需は概ね底堅さを保った。個人消費成長率の鈍化は小幅にとどまり（2018年の1.4%に対し2019年は年初来で1.2%）、製造業は4四半期にわたり縮小したものの、サービス業の成長率は堅調さを保っている。

Exhibit 6: Domestic demand to weigh on 2020 growth  
Contributions to euro-area GDP growth



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 18/11/19

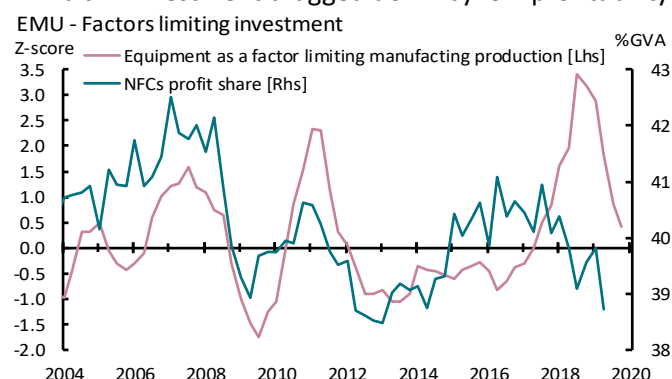
国別に見ると、最も苦戦しているのは、輸出と製造業への依存度が最も高いドイツだ。当社は2019年のドイツの成

長率を、フランス（前年比1.3%）の半分の同0.6%にとどまると予想する。フランスでは、的を絞った財政刺激策と、より内向きな、サービス業を基盤とする経済構造が景気を支えた。イタリアは政治的な不透明感が経済成長の重石となり（同0.2%）、一方、数年にわたり潜在成長率を上回る成長を続けてきたスペインの成長率はリセットされつつある（同2.0%）。

## …投資に対する悪影響は2020年も続く

今後に関する主な疑問点は、内需セクターの底堅さを維持できるかどうかだ。当社は、世界的に製造業と貿易が改善したとしても、時間とともに拡大する経済全体に対する悪影響の方がそれを上回ると予想する。このところやや小康状態にあるとは言え、不確実要素が消えたわけではない。ブレグジットの協議は今なお移行期間が焦点となっており、2020年末時点で合意に達していないリスクは残っている。加えて、米中貿易協定はまだ実現の目処が立っておらず、米国がEU産自動車に関税を課す可能性も、依然として2020年のリスクである。こうした不確実要素が確実に取り払われるまで、ユーロ圏経済の継続的加速は予想できない。当社はその代わりに、ユーロ圏の今後数四半期の成長率は0.2%前後で推移し、2020年の平均成長率は前年比0.7%になると予想している。

Exhibit 7: Investment dragged down by low profitability



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 18/11/19

個人消費はやや低下しつつあり、その背景として、持続的な不透明感を背景とした雇用の伸びの鈍化、実質可処分所得の低下、貯蓄率の上昇基調が挙げられる。より重要な点として、2020年には、いくつかの要因が重石となって投資の勢いが失われることが予想される。第一に、欧州委員会の調査では、2019年に入っても製造の制約となっていた設備不足が今では緩和されており（Exhibit 7）、設備稼働率は低下しており（2016年第3四半期以来の最低水準）、設備投資や設備更新の必要性が低下したことが示されている。第二に、当社は米国と中国の成長率が低下する

<sup>3</sup> The investment profile is blurred by large swings in investment Irish data.

と予想しているが、そうした外部環境の弱さが企業の投資意欲を後退させ、また純輸出も引き続き重石になると見ている。企業の信用需要は既に低下しており、第3四半期のECB銀行貸出調査や最新の与信データによれば、与信の伸びは既にピークを過ぎている。最後に、賃金がますますの伸びを維持する一方で、生産性が伸び悩む足元の環境では、収益性が引き続き圧迫されるだろう。当社の2021年の見通しは米国と中国の成長予想に大きく依存しており、当社は悲観的なシナリオを想定しているため、2021年のユーロ圏の成長率は前年比わずか0.5%に留まると見ている。

成長率が潜在成長率に届かないということは、インフレ率が今後数年にわたり低水準で推移することを意味する。2019年のコア・インフレ率は前年比1.0%前後で推移している。需給ギャップの縮小、インフレ慣性、そしてインフレ期待の弱さが引き続き賃金の伸びを相殺することで、当社は2020年と2021年のコア・インフレ率を、2019年とほぼ等しい1.2%および1.1%と予想している。

### ECBの課題：何もせずに平然としていること

こうした状況の中で、ECBは更なる金融緩和に動くだろうか。当社が見るところ、簡単に言えば答えはノーだ。当社は、中銀預金金利は底を打ったと考えており、影響を緩和する階層化も導入された。当社は「リバーサル・レート」（テクニカル的に金融緩和が却って逆効果となるような低金利）よりも、マイナス金利を更に深掘りすることの社会的・政治的コストを懸念している。預金者に損失をもたらして各国の資金配分にも手を加えれば、最終的にECBに対する反発を招きかねない。

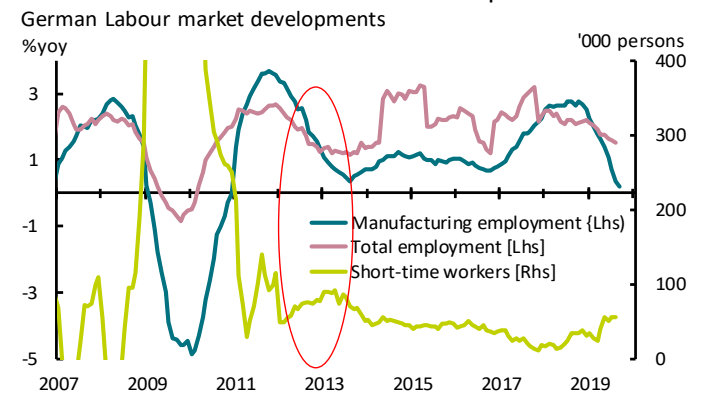
バランスシートに関する今後の方針について考える場合は、9月に量的緩和の再開を決定した際に政策理事会の内部で意見が分かれたことを無視できない。推定によれば、量的緩和（QE）は、1銘柄、1発行体につき発行済み残高の33%という資産購入の上限に抵触することなく、2021年半ばまで現在のペースで続けることが可能である。ECBのクリスティーヌ・ラガルド新総裁はそれまで、金融政策は既に限界に達しており、景気循環に基づく経済的なショックが起こるたびに、財政面での景気支援策に頼ることなくユーロ圏を救済することはもはや不可能であるというマリオ・ドラギ前総裁の主張を踏襲することになるだろう。ECBによる戦略の見直しは2020年半ばまでかかる公算が大きく（前回の見直しには6カ月を要した）、ECBが行動を起こさないことのもう1つの理由となりうる。また当社は、ECBの見直しにおいて恣意的な操作が行われる可能性を排除していない。例えばECBは、実質的にこれ以上金融政策にできることはないことを正当化するために、インフレ目標の定義を（例えば特定のレンジに）変更することを選択するかもしれない。

### 遅くなくてもやらないよりはまし：ドイツの財政刺激策

こうした中、すべての市場関係者が注目しているのは、財政的余力と、ユーロ圏全体にプラスの波及効果をもたらす力の両方を持った唯一の国であるドイツである。当社は労働市場がカギを握ると見ている。労働市場が底堅さを保っているために、景気循環に基づく景気の悪化を世論がさほど気にしないままであれば、おそらくドイツ政府は財政刺激策を打ち出すことを渋るだろう。

しかし最新のデータによれば、雇用の伸びは大幅に鈍化しており、しかもそれは製造業にとどまらない（Exhibit 8）。雇用の伸び率は2012年～2013年のテクニカルな景気後退局面に記録した水準とさほど変わらないのだが、当時、ドイツ政府が行動を起こすことはなかった。経済がより大きな打撃を受けない限り、政府が政策対応を打ち出すことはないだろうが、当社は2020年にそうした状況が到来すると考えている。ドイツ政府はとりわけ、「Kurzarbeitergeld」と呼ばれる操業短縮手当の利用条件を緩和するだろう。これは、景気の悪化局面で企業が一時的に従業員の仕事を減らした場合、最長24カ月にわたり労働者の収入低下分の60%を政府が支給する制度である。これはドイツの景気自動安定化の仕組みを強化し、一時的な財政刺激策と等しい効果をもたらす。その他の対策としては家計支援策と法人税減税が挙げられるが、後者については大連立政権内で意見が分かれている。このほか、納税者の90%を対象に2021年から連帯付加税が廃止されれば、GDPの0.3%に相当する年間109億ユーロの景気刺激効果がある。ただし、その恩恵は低所得者が大きい。全体として、これらの財政刺激策が実施されれば、2020年～2021年のドイツのGDP成長率を約0.7%押し上げる効果があると見られるが、実施されるか否かは労働市場が悪化するか否かにかかっている。

Exhibit 8: German labour market developments matter



Source: Datastream and AXA IM Research, as of 18/11/19



## 各国が問題を抱え、欧州は身動きが取れない

仮にユーロ圏全域を対象とした幅広い財政刺激策が取られたとしても、財務の相互化を進められるかどうかに関しては、当社は依然として懐疑的である。財務の相互化には、政治的な意思と、欧州理事会内での明確なコンセンサスが必要となるだろう。加盟国の多くは、国内体制の大きな問題への対処で忙しく、そのため欧州レベルで政治的対応が取られる可能性は低いと見られる。イタリアの新連立政権は脆弱であり、ドイツはアンゲラ・メルケル首相のリーダーシップに陰りが見える中で、国内問題への対応に追われている。フランスは、この冬も続けられる抗議活動に備えつつある。抗議活動の結果は、2020年春の地方選挙に

反映されるだろう。スペインは政治的機能不全に悩まされている。ユーロ圏の共通予算としての「ユーロ圏の収れんと競争力のための財政枠組み」は、統合の推進に関して加盟国の意見が分かれ、協調融資が小規模にとどまることで、経済の安定化への貢献がほとんど見込まれないため、活かされない可能性が高い。これとは別に、ドイツの財務大臣が先日銀行同盟について行った提案には、問題の打開に向けた断固たる決意が含まれていた。足元の苦境に対する行動が必要であるにもかかわらず、欧州の構造的特徴は今後も脆弱なままなのではないかと当社は懸念している。より深刻な景気減速に陥った場合、このことはリスクとなるだろう。

# 英国 — ブレグジット後の行方

David Page / 著

## 主なポイント

- 12月12日に実施される総選挙でブレグジットの行方が決まる。当社は、保守党が過半数強の議席を獲得し、2020年1月31日にブレグジットが決まると予想している。
- 2020年の成長率は、経済的な不透明感と、各シナリオに応じた様々な度合いの財政拡張とのトレード・オフを反映したものになるだろう。当社は2020年のGDP成長率を1.2%と予想する。
- 2021年までには、英国の成長率は、世界的傾向と再び歩調を合わせると見ている。ただし、それが世界経済の新たな低迷期と一致した場合は、ブレグジット後の景気回復への期待がくじかれることになる。

## 当面は選挙結果に左右される

英国の当面の見通しは、今もブレグジットの行方と結びついており、そのため12月12日に行われる総選挙の結果が非常に重要となる。本稿執筆時点で、世論調査では保守党が大きなリードを保っており、ボリス・ジョンソン首相は労働党のジェレミー・コービン党首に大きな差をつけている。加えて、離脱票が割れることを避けるために、ブレグジット党は2017年に保守党が勝利した317選挙区に立候補者を立てない方針を明らかにした。当社は、保守党が過半数強の議席を獲得して選挙に勝利すると予想している。その場合、離脱協定法案が可決され、来年1月31日にブレグジットが決まることになる。

そうなればブレグジットの手続きは前進するが、ジョンソン首相が約束したように「ブレグジット問題を終わらせる」ことにはならず、企業はブレグジット問題から目を離すことはできない。ブレグジットはこれまで、主として不透明感を高め、企業に設備投資を躊躇させるという影響を及ぼしてきた。同法案が可決されれば不透明感は後退するが、保守党は今や、移行期間を2021年以後に延長しないことを提案している。その場合、英国はEUとの代替りの貿易協定を結ぶことなく、2021年にEUとの現行の貿易協定を離脱し、再び世界貿易機関（WTO）の交易条件に基づいて貿易を行うことになり、貿易障壁が大幅に高まるおそれがある。

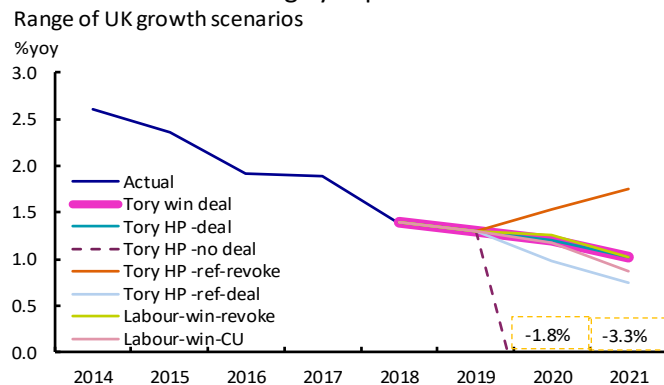
ただし、この提案は政治的な意図から発せられた可能性が高く、来年には覆されるだろう。とは言え、この提案のために不透明感が高いまとなり、企業の設備投資の回復見通しは損なわれることになる。

大規模な財政拡張を行うとの公約は、今なお続いているこうした不透明感を、ある程度相殺すると見られる。保守党は、公共投資と国債利払費の上限に従って、公共投資以外の財政支出を均衡化するという新しい長期的な財政ルールを提案している。この案によれば、2020年～2021年にはGDPの約0.7%相当の、その後数年間は規模を更にやや拡大した財政支出が行われることになる。その場合、2020年の四半期ベースの成長は下支えを受け、2019年の予想平均成長率の0.25%から0.4%に上昇する。2020年通年のGDP成長率は、2019年の推定1.3%に対し、1.2%という低水準にとどまる見込みである。

選挙が上記の予想以外の結果に終わる可能性もある。最も対照的な結果は、労働党が議会の過半数議席を獲得することだ。その場合、2回目の国民投票が行われ、ブレグジット後の貿易協定の締結が前倒しされるか、ブレグジットが完全に撤回される可能性がある。ブレグジットに関するこの見通しは、企業にとってより好都合ではあるが、労働党の経済に関する公約は全体的に急進的であり、企業に新たな不透明感をもたらすという難点がある。確かに、労働党の財政プログラムなら、民間投資を公共投資に置き換えながら、GDPを大幅に押し上げることが可能だ。当社の予想では、この場合、2020年の成長率にはさほど変化がないものの、2021年には成長がやや加速する<sup>4</sup>。Exhibit 9は、様々なシナリオのシミュレーション結果を示している。

<sup>4</sup> Page, D. and Kerr, A., "UK faces Brexit-fuelled General Election – what happens next?", AXA IM Research, 14 Nov 2019.

### Exhibit 9: GDP outlook highly dependent on election result



Source: ONS and AXA IM Research, Nov 19. NB HP=Hung Parliament

ブレグジットの重要性が薄れ始めたことで、英国の見通しを占う上で、世界経済の成長トレンドが再び重要となる。貿易摩擦の緊張がやや和らいだことで、2020年の世界経済は、より好調なスタートを切ると見られる。しかしより

長期的に見ると、2021年の米国経済は再び軟化し、中国経済は一段と減速し、ユーロ圏経済は低迷を続けることが予想される。財政支援を支えに経済が一時的に上向けば、2021年の英国は他の先進国を上回る成長を実現できるだろう。しかしその場合でも、四半期ベースの成長率は低迷し、通年の成長率は1%まで低下すると当社は予想している。

金融政策は、景気見通しの変化に左右されると見ている。2020年に成長が加速すれば、英中銀が示唆した「更なる[政策]支援」が必要となるような下振れリスクは後退すると思われる。しかし仮に英中銀が刺激策の終了を検討するほど好調な時期があったとしても、世界経済に再び軟化の兆しが現れて英国経済の勢いが削がれる可能性は高い。当社は、英中銀は2020年末まで政策金利を0.75%に据え置くものの、世界的な景気減速を受けて2021年には0.25%に引き下げると予想している。

# 日本一日出ずる国・・・しかし成長率は低下

Hugo Le Damany／著

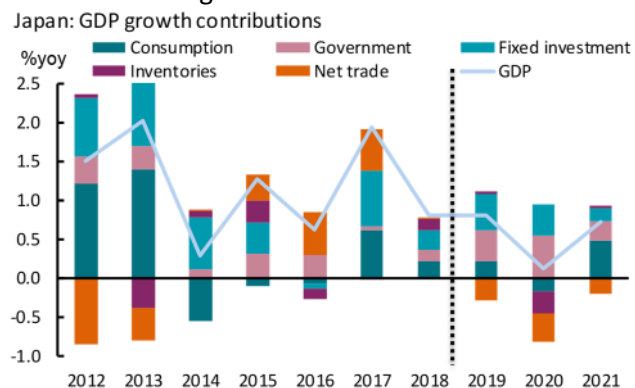
## 主なポイント

- 2020年の日本経済は、外需の低迷と2019年に行った消費税引き上げが重石となり、低迷することが予想される。緩やかな財政拡張が行われれば、下振れリスクを抑制できる可能性がある。
- 2021年は内需の小幅な反発が予想されるが、米国と中国の更なる景気減速が逆風となるおそれがある。
- 全体として、GDP成長率は2020年に0.1%まで低下した後、2021年には0.8%まで回復すると見ている。

## カギを握るのは常に内需

2020年には内需の低迷が予想される (Exhibit 10)。2020年にかけて、消費税の引き上げが購買力の重石となるものの、それ以外のより構造的な問題も存在する。可処分所得が増加基調をたどっているにもかかわらず、家計の予備的貯蓄は拡大している。公的年金制度の改正と残業代の削減は、引き続き主な懸念材料である。財政支出を拡大した場合は、下振れリスクを抑制できる可能性がある。安倍晋三首相は国債の増発を懸念しているため、前回の財政拡大は、消費税増税に伴う歳入拡大を原資として行われた。これには、耐久財消費の落ち込みを緩和するための一時的措置と、3歳からの幼児教育・保育の無償化、社会保障制度の改善、年金保険料の引き上げという恒久的措置が含まれる。本稿執筆時点で、消費税の引き上げに伴う悪影響は予想を上回る公算が大きく、台風による被害がそれに拍車をかけている。そのため、約5兆円の追加的財政措置が提案され、2020年前半に決定される可能性がある。

Exhibit 10: GDP growth and contributions



Source: Cabinet Office and AXA IM Research, as of 18/11/2019

投資全体の80%を占める企業の設備投資は、内需の低迷に押されて縮小する可能性が高い。また民間住宅投資も消費税の引き上げが重石となる可能性が高く、2020年7月～8月のオリンピック開催後は、公共投資も縮小することが予想される。

貿易摩擦は世界の需要に混乱をもたらしており、日本の輸出も例外ではない。ただし、米中の緊張にはある程度緩和の兆しが見え、日本は米国との間で限定的な貿易協定を締結して米国産農産物の輸入拡大を決定した。一方、米国は日本が輸出する一部の工業製品に対する関税を引き下げ、400億ドル相当のデジタル貿易市場の開放で合意した。同協定は自動車関税に言及しておらず、その点が引き続きリスクと言えるだろう。韓国との紛争は、外交と経済の両面に対する重石となっていることから、これからも見守っていく必要がある。全体として、当社は2020年には輸出が安定化して2021年には小幅に反発すると予想している。純輸出入の影響は今後もマイナスになる見込みである。

変動の激しい項目を除いたコア・インフレ率は、2018年以降、0.3～0.6%の低水準で推移しており、日銀が目標とする2%を大きく下回っている。消費税増税分の最終価格への転嫁が完全にはなされていないことや、幼児教育・保育の無償化などの財政支援策がインフレ率引き下げ効果を持つことから、2020年のインフレ率を予想することは難しい。その後は、成長率が潜在成長率を下回り、供給過剰の状態が強まることで、中期的なインフレ圧力は弱まると予想される。パートタイム労働者の増加や、最近、時間外労働の上限規制が導入されたことは、労働需要を見かけ上高めている可能性がある。足元では労働市場が逼迫しているにもかかわらず賃金はあまり上昇しておらず、そのためフィリップス曲線は比較的平坦となっている。当社の予想では、来年、原油価格が大幅に上昇することはなく、その後2021年にかけて米国経済が再び軟化し始めれば円高となる可能性があるため、輸入価格も下振れリスクである。全体として、コア・インフレ率は2021年まで0.6%の横ばいで推移すると見ている。

## 日銀は引き続き難しい舵取りを迫られる

日銀は、需給ギャップの縮小、消費者信頼感の後退、そしてインフレ期待の低下リスクを抱え、難しい舵取りを迫られるだろう。こうした状況を考慮すれば、日銀は追加の金融緩和を実施する必要があるだろう。しかし日銀のバランスシートは前例のないレベルにまで膨らんでおり、マイナス金利の深堀りには消極的であるように見える。これ以上の利下げは、消費者信頼感の悪化や金融セクターへの重石となって逆効果になるおそれがある。貸出支援基金に関連



した改正と、現行の階層型当座預金制度の見直しは、銀行への影響を軽減できる可能性があるが、既に高水準にある信用需要にも左右される。資産買入の余地はまだ残っている。2016年にイールドカーブ・コントロールを導入して以来、日本国債の純買入額は徐々に減少しており、再び増額することは可能かもしれないが、購入可能な国債の減少

が課題となるだろう。最後に、日銀は10年物国債利回り目標だけでなく、イールドカーブ全体に関するコミュニケーションを強化していくと見られる。日銀は、円高が国内経済に対するより明白な脅威とならない限り、利下げを可能な限り先送りすると当社は予想している。

# 中国 — 貿易紛争が休戦を迎えても成長率は6%を下回る

Aidan Yao / 著

## 主なポイント

- 構造的な景気減速を背景に、中国経済は2020年から成長率6%未満の新局面に突入する見込みである。
- しかし中国経済は景気の谷に近づいており、貿易紛争の休戦が、後の景気回復を後押しする可能性がある。
- 労働市場が底堅さを保てば、慎重な緩和政策が引き続き景気の自動安定化装置として作用するだろう。

## 新しい年、変わらない課題

中国経済は2018年にやや減速した後、2019年の成長率は前年比6.1%を記録する見通しだ。前年と比較した成長率の落ち込みは、過去7年間で最大となる。米中貿易紛争の激化に伴う外的なショックや、国内外の製造業の減速がその主な原因であり、中国政府は小規模な刺激策を実施したものの、悪影響を完全に相殺するには至らなかった。そのため、2019年の中国経済は軟調なまま年末を迎え、第4四半期の成長率は、1990年代前半以後で初めて6%を割る見通しである。

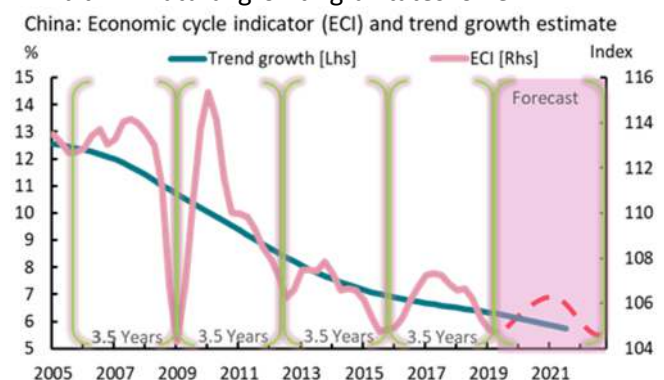
この先、2020年のマクロ経済見通しは依然不安定なままだろう。貿易戦争の激化と慎重な緩和政策によってトレンド成長率が低下し、2020年と2021年の年間成長率はそれぞれ5.8%と5.6%に落ち込むと見られる。この予想のカギとなるのは、中国経済の「自然成長率」の推移、貿易戦争の見通し、そして中国政府の緩和政策の程度という3つの要因だ。以下では、各要因を順次検討する。

## 自然成長率は低下

中国の「自然成長率」は、国内外のショックを考慮に入れなくても、一段と低下する可能性が高い。当社はトレンド成分と景気循環成分という2つの部分に分けて自然成長率の推計を行った。トレンド成分は、公式のGDPと民間機関によるいくつかの経済活動指標にホドリック=プレスコット (HP) フィルターをかけて算出した<sup>5</sup>。Exhibit 11はトレンド成長率の推計値を青のトレンド線で表しており、ここ数年、毎年0.2~0.3ポイントの割合で低下していることが読み取れる。トレンド成長率は、2020年と2021年にも引き続き0.25ポイントずつ低下すると見られる。

景気循環に伴う変動部分は、トレンド線の周りのピンクの線で表している。景気循環成分は、当社のEconomic Cycle Indicator (ECI) を用い、公式・非公式の統計から成る多くの短期指標から共通のトレンドを抽出することによって計算した。ECIから分かる主な事柄は、過去の景気サイクルの継続期間が3年半だったということだ。このパターンが繰り返されるなら、2016年半ばに始まった足元のサイクルは2019年後半に終わりに接近し、2020年にかけて新しいサイクルが始まるはずだ。当社は、この景気循環成分によって、2020年の総合成長率は0.1ポイント引き下げられるものの、2021年には0.1ポイント引き上げられ、成長率はトレンドを上回ると予想する。

## Exhibit 11: Natural growth gravitates lower



Source: Bloomberg, CEIC and AXA IM Research, as of 17/11/2019

上記の事柄を経済に当てはめてみると、鉱工業生産や小売売上高といった注目度の高い指標は、人口の高齢化や資本形成の失速を背景とする成長トレンドの低下によって、今後も構造的な減速を続けるだろう。しかし経済のリバランスが続いていることや、個人向けの追加減税の可能性が高いことを背景に、小売売上高は比較的底堅さを維持すると予想される。景気循環に関して言えば、貿易、製造業および自動車産業には最近、一時的にやや安定化の兆しが見られ、景気サイクルも底入れしている可能性がある。景況感調査によると設備稼働率も近年のピーク付近にあり、企業心理が好転すれば設備投資が回復する余地があることを示している。当社は、米中貿易戦争の休戦状態が維持された場合、来年はECIが徐々に上向くと予想している。

<sup>5</sup> See Yao, A “Unveiling China’s Economic Cycle” AXA IM Research and Strategy Insights, March 2019

## 関税は引き続き頭の痛い問題だが、最悪期は過ぎた

中国経済は、自然成長率の減速以外のショックにも耐え続けなければならない。米国との貿易戦争は、過去1年間に輸出と製造業が低迷した主な原因であり、2020年も引き続き中国経済に影響を及ぼすことが予想される。幸い、貿易交渉は最近進展があり、米中両国は部分的合意に向けて前進した。合意が成立すれば、近い将来の更なる関税引き上げを阻止できる見込みである。しかし既存の関税を大きく巻き戻すのは、はるかに困難だと当社は予想している。技術移転、知的財産の保護、中国の工業政策といった、より厄介な問題に関しては、両者の間に大きな隔たりが残っているためだ。

よって、この先にはまだ長く、険しい道のりが待ち受けている。米国のドナルド・トランプ大統領は、構造的問題に関して中国政府から譲歩を引き出すために、既存の関税を据え置くだらう。今後の貿易交渉で大きな突破口が開けない限り（米国の選挙の年にはそうなりそう）、2020年は休戦状態が長期化して関税は現状のまま維持されるという展開が最も可能性が高い。2021年以降の見通しは米国で来年行われる選挙の結果次第であり、トランプ大統領が2期目も続投となれば、新たな緊張が勃発する可能性がある。大統領が交代する場合は、交渉は続けられるものの、対立は抑制されるだろう。

サプライチェーンの見直しに伴う長期的な影響を考慮しない場合、関税が貿易の拡大に及ぼす最も直接的な影響は、12カ月後には薄れるはずである。2018年に中国からの輸出品に対して導入された関税のほとんどは、2020年以降は年間成長率の計算から除外されるためである。したがって、2020年の経済成長にとって重要なのは、2019年5月と9月に導入された関税であり、成長率を0.2~0.3%押し下げる効果があると当社は見ている。過去12カ月間に生じた0.8%の下押し効果と比べれば、来年の経済成長に対する悪影響は小さいと言えよう。

## 慎重な緩和では6%の成長を維持できない

貿易戦争の激化を受けて、中国政府は最近、緩和政策を強化した。この政策支援がなければ、中国の経済成長率はもっと早く6%を割り込んでいただろう。しかし、過去の景気サイクルと比べて中国政府がこれまで緩和を手控えてきたことも事実だ。当社はこれを2つの理由によって説明できると考えている。

最初の理由は、特定の政策ツールを使用する意欲と使用する余地が一致していなかったことだ。金融政策に関しては、中国人民銀行には金利と銀行の預金準備率（RRR）を引き下げる十分な余地がある。しかし多くの構造的・景気循環的な懸念材料のために、実際の金融緩和は小規模にとどまった。その懸念材料とは、国内の負債水準の高さ、食

品価格のインフレ上昇、住宅バブル、そして金融システムを不安定化させ、貿易交渉を不利にさせかねない人民元の大幅な下落などだ。加えて、金融政策が現在直面している問題は、全体的な流動性不足よりも、緩和措置が民間部門に効果的に伝播していかないことと関連している。したがって、金利またはRRRを引き下げただけでは、この構造的な問題を解決することは不可能である。

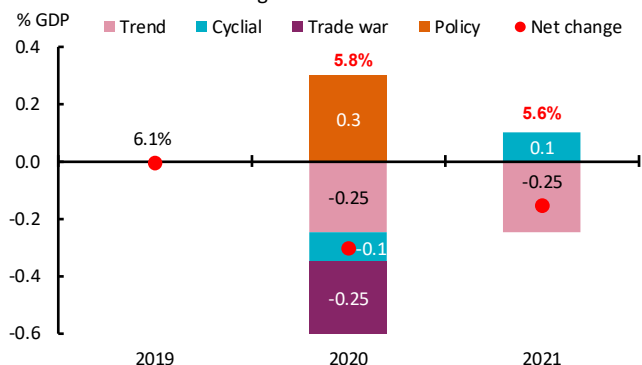
このように実施余地があっても意欲が少ない金融政策とは対照的に、財政政策では、意欲があっても実施余地がないというミスマッチがある。積極的な減税および手数料の引き下げを行ったことは、財政政策を経済救済の主要ツールとして活用する中国政府の意思を表している。しかし財政赤字が3%に近づきつつあることや、土地所有権の販売が減少して地方政府債務の管理が厳格化されたことで、簿外での資金調達に制約がかかったことから、更なる刺激策を実施する余地は、より限定的となっている。2020年には、より多くの財政拡張の余地を引き出し、支出の質を改善することが、財政政策の効果を高めるカギとなるだろう。

それ以外に、中国政府が政策対応を抑制してきた理由は、労働市場の底堅さにあると当社は考えている。公式の雇用統計はやや軟化したものの、警戒が必要なレベルからはほど遠い。中国経済のリバランスによって、貿易セクターや製造業よりも消費やサービスと関連した内需セクターに多くの新規雇用が生まれたことがその一因だ。言い換えれば、中国経済は国外や製造業の景気減速に以前ほど左右されにくくなったのである。

全体として、労働市場が底堅さを保っている限り、中国政府はこの慎重な政策を維持できるだろう。当社の推計によれば、金融・財政刺激策を合わせた2020年の成長率の押し上げ効果は、0.3ポイントにのぼる。現在の関税が2021年の成長率を下押しすることはなく、またそれまでには中国経済の成長率がトレンドを上回る可能性があるため、当社は来年以降、緩和政策が拡大されるとは予想していない。上記を総合し、当社は2020年のGDP成長率が2019年から0.3ポイント低下して5.8%に、2021年の成長率はさらに0.2ポイント低下して5.6%になると予想している（Exhibit 12）。

## Exhibit 12: Growth enters sub-6% starting 2020

Contribution to GDP change for 2020 and 2021 relative to 2019



Source: Bloomberg, CEIC and AXA IM Research, as of 17/11/2019

### 上振れリスクを過小評価するべからず

当社は、基本シナリオに対する上振れリスクと下振れリスクは概ね均衡していると考えている。主な下振れリスクは

住宅市場であり、今年は予想外の回復を遂げたものの、2020年には逆に大きな低迷に見舞われる可能性がある。また、貿易戦争への対抗策として起きたサプライチェーンの見直しは、中国経済に長期的な悪影響を及ぼす可能性があるが、当社の予想はこの点を考慮していない。さらに言えば、国外景気の急激な悪化は中国の経済成長にとって一段の逆風となるおそれがある。

反対に、導入済みの関税が撤回された場合は、貿易紛争は休戦状態になるのみという当社の予想が保守的すぎたということになるだろう。関税が撤回されれば、輸出の伸び率は大幅に拡大し、企業心理は改善し、設備投資の回復が加速する可能性がある。また、中国政府が2020年までに「GDPを倍増させる」という目標にこだわる場合、6%を上回る成長を維持するために、緩和政策の拡大を余儀なくされるだろう。



# 新興国市場 — 明日は明日の風が吹く

Irina Topa-Serry / 著

## 主なポイント

- 2019年の成長率は、米中貿易戦争や、インド、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、南アフリカ等の国々に固有の一連の課題が痛手となり、低水準にとどまった。2020年には、ある程度の回復を当社は予想する。
- 政策は、総じてより景気を支援する方向にシフトした。財政を緩めており、より財政が逼迫した諸国でも、国民の抗議活動を受けて財政支出を拡大する可能性がある。また各国の中央銀行は金融緩和を実施した。
- 発展途上国の経済成長、通貨、金融市場の動向は、米国経済とドル相場の行方、貿易戦争の今後の展開、そして中国の景気刺激策の変化に左右されることになるだろう。

## 2019年の成長率は予想を下回る

製造業の急激な減速は、今なお続く世界的な景気低迷をもたらした。その一方、関税の引き上げと、貿易政策の長期的な不透明感、投資と世界貿易に打撃を与えてきた。また自動車産業は、ユーロ圏と中国に新排出基準が導入されたことを含め、様々な要因が重石となっている。世界のテクノロジー・サイクルも低迷期に突入している。当社は現在、新興国市場の2019年の成長率は2018年を0.6ポイント下回り、4.4%から3.8%に低下したと見ている (Exhibit 13)。

貿易戦争はこの減速をもたらした決定的な要因ではあるが、原因はそれだけではない。アジア新興国は継続的な貿易摩擦の影響を受けると予想されるが、関税対象品目の生産が中国から移転されることで差し引きで恩恵を受ける国もあり、ベトナムと、それより程度は劣るもののインドがこれに該当する。ただし新興国の大半は、米国の需要が自国に向けられることの恩恵よりも中国の需要低下による損失の方が大きいため、差し引きで悪影響を受ける。韓国と台湾がその最たる例であり、加えて両国ともテクノロジー・サイクルの低迷に悩まされている。さらに、2019年半ばまでにはアジア新興国全域で内需の底堅さが薄れ、当社は中国を除くアジアの成長見通しを5.8%から5.2%に下方修正した。

中欧諸国 (CE4) も、とりわけドイツの自動車生産との密接なつながりから、製造業が減速している。とは言え、同地域は、強力なEU構造基金を含む公共支出の拡大政策に

支えられ、内需の底堅さによって堅調さを保っている。中・東欧諸国の成長率は、2017年と2018年の例外的な高水準 (4.6%) からは低下したが、約3.9%の堅調な水準を維持している。

Exhibit 13: EM growth forecasts

Real GDP growth (%)				
Region/Country	2018	2019	2020	2021
<b>Emerging economies</b>	<b>4.4</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>4.2</b>
<b>China</b>	<b>6.6</b>	<b>6.1</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>
<b>Asia ex-China</b>	<b>5.8</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.5</b>
South Korea	2.7	2.0	1.7	1.5
India	6.8	5.9	6.2	6.5
<b>Latin America</b>	<b>1.1</b>	<b>0.1</b>	<b>1.7</b>	<b>1.3</b>
Brazil	1.1	0.8	1.8	1.2
Mexico	2.2	0.0	0.9	0.5
<b>Emerging Europe</b>	<b>3.8</b>	<b>2.9</b>	<b>3.7</b>	<b>3.4</b>
Russia	2.3	1.1	1.5	1.7
Poland	5.2	4.3	3.5	3.0
Turkey	2.9	-0.3	2.3	1.2
<b>Other Ems</b>	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>

Source: IMF and AXA IM Macro Research, as of 28/11/19

今年の経済成長率が予想を下回った国々のほとんどは、世界貿易摩擦による影響を受けにくいと予想されていたものの固有の課題に悩まされた国々である。例えばインドでは、ノンバンク金融企業の問題が、自動車販売から住宅販売に至るまで、あらゆる事柄の重石となった。ブラジル経済は、同国史上最も深刻な景気後退の1つから回復したものの、全体的に精彩を欠き、また政策の不透明感が投資に影を落としている。

一方メキシコでは、政権が発するまちまちな政策シグナルが企業心理を悪化させ、投資を圧迫している。隣国のアルゼンチンでは、ペロン党が政権に返り咲いて債務再編の悪夢が蘇ると通貨が急落し、アルゼンチン経済は新たな下押し圧力に晒された。ロシアは今年行った売上税の引き上げによる悪影響を吸収する必要があったが、その一方でロシア政府は2019年前半を通じて政策ミックスを据え置いた。南アフリカでは広い範囲で景気が低迷し、また絶えず上昇する負債コストに悩まされることになった。世界的に需要が低迷する中、国営企業の偶発債務が歳入と民間投資の重石となっている。

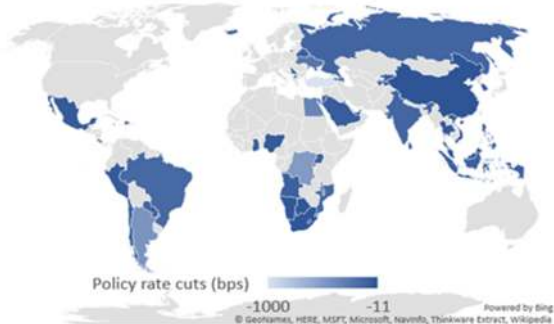
## 2020年はより明るい年に：出遅れ市場が復活

当社は世界経済が来年、大幅に上向くとは予想していないものの、崩壊することも予想していない。当社はこうした状況を踏まえ、今年国内固有の課題に悩まされた諸国が、来年はある程度出遅れを取り戻すと予想している。その間、金融緩和政策と財務刺激策が景気を支え、経済は安定化に向かうと見られる。当社は2020年の新興国市場全体の成長率が、4.3%に回復すると予想している。

東南アジア経済は2020年も減速を続ける可能性が高いものの、そのペースは鈍化すると見られる。事実、貿易問題の部分的な解決や、最近のテクノロジー・サイクルの好転を背景に、投資の落ち込みが緩和される可能性がある。加えて、各国中央銀行は今年、金融政策措置によって資金調達環境を緩和した (Exhibit 14)。インフレが抑制されていることから、追加利下げの余地はまだ残されている。また各国政府は、景気減速のペースを和らげるため、財政刺激策を実施してきた。上述したように、インド経済は予想に反して地域内の他の国々をアンダーパフォームしており、成長率は3年連続で低下基調をたどり、2019年の成長率は、2016年の8.2%から6%未満まで低下する見込みである。法人税引き下げを通じた財政刺激策や、労働市場改革などのより強力な改革、そして金融緩和 (中央銀行は今年、金利を1.35%引き下げている) により、内需はいずれ回復に向かうと見られる。当社は、2020年にインドのGDP成長率は6.2%まで改善すると予想している。

### Exhibit 14: Past monetary policy supportive into 2020

#### Monetary policy easing gaining ground



Source: AXA IM Research, as of 14 Nov, 2019

このところ低迷している中南米経済は、正常化に向かうと思われるが、社会的緊張の高まりは依然として懸念材料である。景気は、徐々にではあるが安定を取り戻しつつあるように思われる。成長率が伸び悩み、インフレ圧力が弱く、世界各国が金融緩和に傾き、全体的に緊縮的財政政策が取られる中で、中南米地域における投資の落ち込みは、これまでや今後の金融緩和政策に支えられて徐々に回復することが予想される。ブラジルの上院は先日、内容が薄められた社会保障改革を承認したが、同国の改革はこれで終わりではない。一方、メキシコの2020年度予算は、引き

続き財政規律を保ったものとなっている。2020年には、低迷著しい内需が徐々に回復し、景気を支えると予想される。またアンドレス・マヌエル・ロベス・オブラドール政権が経済政策の周知を改善すれば、同国の建設・鉱業セクターは回復し、さらには海外からの送金と実質賃金の上昇が消費を支えるだろう。輸出は比較的堅調さを保っており、米国が中国からの輸入品をある程度メキシコからの輸入品で代替したことを示している。このことは、貿易に関する米国・メキシコ・カナダ協定の重要性を浮き彫りにしているが、同協定は米国議会の承認を待っている段階である。ブラジルも徐々に投資が回復し、経済のたるみが縮小すると見られる。社会保障改革を実施したブラジル政府は緊縮的財政政策を維持し、更なる金融緩和が可能となるだろう。当社は2020年の中南米の成長率を、2019年の0.1%から加速して1.7%に達すると予想しているが、来年も予想を下回る可能性はある。中南米地域は引き続き、コモディティ・サイクルに左右されると予想されるためだ。加えて、中南米では社会的緊張が目立つようになってきており、ブラジル、メキシコ、コロンビアおよびアルゼンチンではポピュリスト寄りのリーダーが政権を取り、またチリ、ボリビア、エクアドルでは最近、路上の抗議活動が活発化していることから、各国の政治的安定性に対する懸念が高まっている。アルゼンチンとベネズエラは引き続き非常に厳しい状況に置かれている。

中欧諸国は堅調な経済成長を維持している。この地域はユーロ圏の景気減速の影響を免れ続けることはできないが、内需が製造業の減速に伴う悪影響を緩和している。労働市場の構造的な逼迫が賃金の大幅な伸びを支えていることや、インフレ率が低水準にとどまっていることを背景に、消費者信頼感指数は今も史上最高に近い水準にある。国家財政は健全であり、急激な景気減速に陥った場合、政府は更なる刺激策を打ち出すことが可能である。潤沢なEU構造基金を原資として、2020年も引き続き活発な投資活動が行われるだろう。また、トルコ経済も底打ちする可能性が高い。2018年にトルコリラが急落した後、投資は大幅に減少し、結果として経常収支は均衡し、インフレは後退した。今年、トルコ中央銀行は合計10%もの大幅な利下げを行い、また同国政府は大規模な財政刺激策を実施した。今や政策手段のほとんどを使い尽くしたように見えるが、レジェップ・タイイップ・エルドアン大統領の圧力を受けて「やり過ぎる」危険性は無視できない。とは言え、これまでに実施された刺激策によって、同国の内需は2020年には回復する見通しである。今年のロシアでは、外部の困難な環境と米国による制裁が経済の重石となった。2020年には、ある程度緩和された政策ミックスが同国の経済を支えると見られる。

### ショックに弱い状況に変わりはない

2020年に新興国市場の景気が反発するかどうかは、下振れリスクをもたらず世界貿易摩擦を含め、近年見られたい

くつかの要因が反転するかどうかにかかっている。しかし主要な新興市場地域は、米国と中国をはじめとする世界各国の政策対応にも左右される見通しだ。加えて、中南米および中東・北アフリカを中心に、路上での抗議活動が世界中で多く報告されており、これらの地域の政治的リスクが高まっている。

2021年に関しては、リスク・オン／リスク・オフの期間を通じて、米国の景気減速のペースが、引き続き新興国の

経済と金融市場を左右する主な要因となるだろう。さらに、中国経済が減速を続けた場合は、貿易上のつながりまたはコモディティ価格への影響を通じて、引き続きアジア地域と新興国市場全体の下押し圧力となることが予想される。多くの財政・金融刺激策が実施され、その結果、新興市場地域は外部の要因や出来事の影響を一段と受けやすくなるだろう。そのため当社は、新興国市場の2021年の成長率は、4.3%から4.2%に低下すると予想している。

# 為替 — 米ドルへの追い風は弱まるがキャリーは依然重要

Romain Cabasson / 著

## 主なポイント

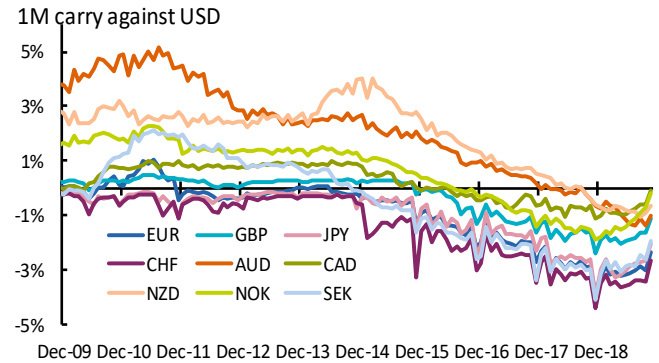
- 2020年には、世界の経済成長に対する慎重ながらも楽観的な見方を背景に、最終的には米ドルがやや弱含む可能性がある。
- しかし投資家にとってキャリーは依然重要なため、これはユーロの追い風にはならない可能性がある。
- 当社は、「景気上振れリスク」への備えとしては豪ドルよりもカナダ・ドルが、安全通貨としてはスイス・フランよりも日本円が適していると考えている。

## 米ドル安見通しの信憑性が高まりつつある

景気の下振れリスクはやや後退したように見える。米国政権は貿易に関する態度を和らげ、中国と暫定合意を結ぶ可能性を積極的にアピールしているように思われる。合意が成立した場合、10月と12月の関税引き上げの可能性はなくなり、既に導入された関税が一部撤回される可能性さえある。全体として、成長率指標の悪化には歯止めがかかっており、市場は今や景気が反発する兆しを探し求めている。リスクセンチメントは、慎重に（しかし間違いなく）好転しつつある。

世界経済の低迷見通しや貿易戦争激化の懸念が米ドルを支えてきたものの、この支援材料は今や消滅する可能性がある。FRBが利下げを行い、米ドルのロングに伴うキャリーの魅力が徐々に薄れてきているため、ドルに対する当社のシグナルは既にネガティブに変わりつつある（Exhibit 15）。事実、当社の考えでは、キャリーが縮小傾向にあることは、実質的にその通貨が弱含む可能性があることを示している。この戦略の1998年以降のシャープレシオは0.5となっており、その信憑性は高い。最後に、米国では来年大統領選挙が予定されているほか、現在弾劾調査が行われていることから、今や政治的不透明感も重石となっている。結果として当社は、2014年以降、米ドルが他の先進10カ国（G10）通貨に対して上昇する原因となっていた金融政策の方向性の違いが縮小し始めると予想している（全通貨のバリュエーションに関してはExhibit 18を参照のこと）。

Exhibit 15: USD carry loses its shine



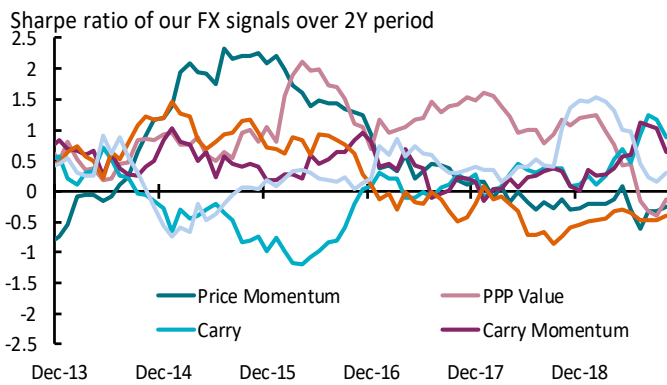
Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of 18/11/2019.

## ユーロにとっては残念だが、キャリーは依然として重要である

ほとんどの中央銀行は、既に超低金利を維持している。自国通貨への上昇圧力が国内の脆弱な経済成長とインフレの妨げとなることを防ぐためにこれらの中央銀行がFRBの利下げに追随したいと思っても、その利下げ余地は限られている。輸出を通じてドイツ経済に影響を及ぼしている米中貿易戦争が休戦を迎えた場合、理論上、ユーロにとってはプラス要因となるはずである。しかしそのプラスの効果はユーロ圏の経済指標に反映されるまでには時間がかかる可能性があり、ユーロ圏の成長率は今なお米国を下回っている。そのため当社は、2020年末までにユーロ/ドルの為替レートが急激に上昇することや、1ユーロ=1.15ドルを大きく越えて上昇することはないと予想している。ECBが主張するような財政刺激策は、景気の強力な支援材料になると見られるが、現時点では、極端な状況に陥らない限り、あくまで仮定の話に過ぎないように思われる。加えて、ユーロのショート・ポジションは特別大きいとは言えない（Exhibit 17）ことから、2017年にユーロ高となった時のような、急激な反転リスクは限定的だと考えている。また何よりも、対ドルでユーロのロング・ポジションを取るとは、キャリーの面から見てかなり困難である。



Exhibit 16: Carry strategies dominate



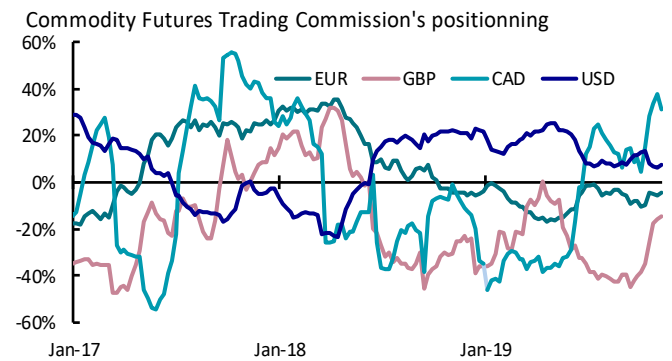
Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of 18/11/2019

2019年にはキャリー戦略（利回りの低い通貨を借りて利回りの高い通貨に投資する戦略）がアウトパフォーマンスし、当社は今後もこの状態が続くと予想している（Exhibit 16）。市場の関心が国内の景気循環要因へと移り、地域の相対的な景気が反発したとしても、バリューストратが利益をあげる可能性は依然として限定的と思われる。2017年～2018年とは異なり、各国中央銀行が緩和姿勢を止める可能性は低く、そのため、利回りを追求する動きと低ボラティリティが広い範囲で見られるだろう。さらに、FRBが利下げを停止した場合、低利回り通貨に対するドル相場は一時的に回復する可能性がある。簡単に言えば、緩やかな「底入れ」と思われる局面では、足元のレンジの上限と下限でユーロ/ドルの戦術的なポジションを取ることが理に適っている。

### キャリー、バリュー、リスク・オンへの感応度 — それ以外は？

カナダ・ドルは米ドルの代替資産となっており、上振れの可能性があるとは考えている。現在のカナダ・ドルの利回りは米ドルと等しいにもかかわらず、為替相場は大幅に割安である。またカナダ・ドル相場は原油に大きく依存することから、リスクセンチメントの改善もプラスに寄与するだろう。リスクセンチメントが悪化した時でさえ、カナダ・ドルは最近のリスク・オフ局面を他のコモディティ通貨よりもうまく乗り越え、安全通貨のようなボラティリティを示した。カナダの中央銀行は最近、慎重姿勢を強めているが、底堅いインフレ率や賃金の伸び率を考慮すれば、FRBが利下げに動かない限り、利下げを行う可能性は低いだろう。また、ロング・ポジションが積み上がってきているとは言え、まだ極端な水準には達していない（Exhibit 17）。

Exhibit 17: GBP shorts unwind, EUR neutral, CAD longs rise



Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of 18/11/2019

カナダ・ドルと同様、ノルウェー・クローネもまた、割安な為替水準で、米ドルに似たキャリーを提供している。ノルウェー・クローネは引き続き注視する価値があるが、当面は欧州全体の軟調さが重石となっているように思われる。英ポンドに関しては、近く実施される総選挙で保守党が過半数議席を獲得してブレグジットに決着が付けば、短期的に一段の上昇が見込まれる。英ポンドは今もかなり割安な状態にあり、ポジションのリターンはまだプラスになっていないが、キャリーは依然として魅力的である。とは言え、どの政党も過半数に満たない宙づり国会は不透明感の上昇につながり、リスクであることに変わりはない。宙づり国会を回避できたとしても、今後の貿易関係に関する欧州との交渉が進められる中、長期見通しは厳しいままだ。

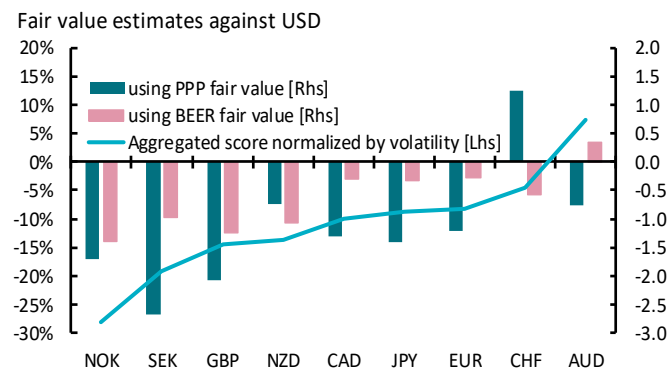
### 安全通貨と景気敏感通貨の両方をショート

当社は中期的にはリスクについて前向きな姿勢を取っているものの、脆弱な市場環境を理由に、安全通貨については慎重な見方をしている。しかしスイス・フランに関しては、最近のリスク・オフ環境においてあまり有効でないことが判明したため、否定的な見方を維持している。外貨ポジションの大半はスイス国立銀行が保有しているため、資金の本国送還リスクは低く、また同中央銀行は過去において、輸出依存度の高い自国経済の低迷を支えるため、現状に近い為替水準で為替介入を再開したことがあることを考えれば、上値は限られている。加えて、スイス・フランのショート・ポジションは、魅力的なキャリーを提供している。反対に豪ドルに関しては、世界的な見通しの改善にもかかわらず、アンダーパフォーマンスを続けると予想している。オーストラリアの基礎的な国内需要は低迷しており、元々低調だった労働市場は一段と軟化しつつある。アジア新興諸国とは異なり、オーストラリアの輸出は、貿易競争のサプライチェーンへの影響よりも、中国の景気減速に左右されやすい（Exhibit 19）。そのため、中国の見通しが脆弱なままでは、豪ドルが反発する可能性は低いのが実情だ。オーストラリア準備銀行はまだ利下げ余地を残しており、おそらく量的緩和プログラムすら選択肢の1つとなる

だろう。このため、米ドルに対する豪ドルのキャリーの上昇は抑えられると当社は見ている。

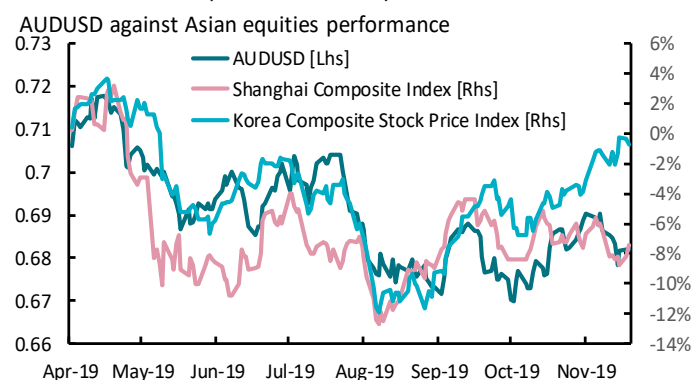
性がある。そのため、スウェーデン・クローナは割安ではあるが、反発の可能性は低い。

Exhibit 18: Time for USD over-valuation to revert



Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of 18/11/2019.

Exhibit 19: China, not trade war, affects AUD



Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of 18/11/2019

### スウェーデン：やむを得ない利上げ — 不運な通貨

スウェーデンの中央銀行は、12月に今年2回目となる利上げを行い、現地金利を0%に戻す予定である。残念ながら、利上げの理由は国内経済の強さに自信があるためではなく、金融の安定性とマイナス金利政策の有効性が懸念されることが理由だ。成長率とインフレ率は低位なままであり、他の先進国とは対照的に失業率は上昇している。家計の負債比率が高いことから、消費需要は維持されない可能

### 円高が見込まれるが、まだその時期ではない

日本円は上昇する可能性があるが、足元のリスク・オン環境では時期尚早であろう。割安であること、安全通貨であること、そしてキャリーのマイナスが大き過ぎないことから、リスクセンチメントが脆弱な局面では、円の保有は魅力的となる。2020年に世界の景気が安定せずに景気後退リスクが高まった場合には、そのような状況が出現する可能性がある。

# 金利 — 2020年はまずまずのパフォーマンスをあげる見通し

Alessandro Tentori / 著

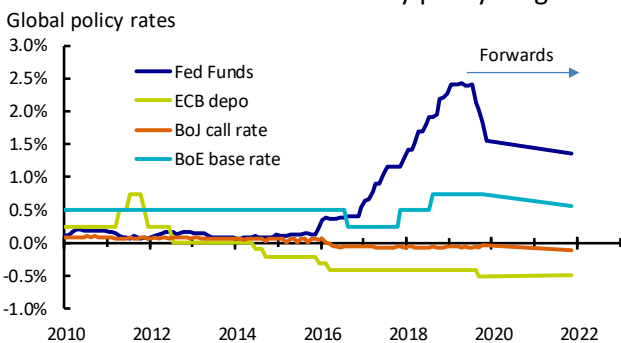
## 主なポイント

- 金融政策によって、元々あった「利回りを追求する」強い動きが増幅され、その結果、債券は全体的に堅調なパフォーマンスをあげてきた。
- 各国中央銀行は戦略と政策手段ミックスを見直すプロセスに入っており、焦点は伝統的な政策手段から離れつつある。
- 今後は、低ボラティリティ、マイナスの期間プレミアム、流動性リスクといった債券のリスクが、金利市場のパフォーマンスを左右するようになるだろう。

## 2019年は好調なパフォーマンスをあげた

ECBが追加の金融緩和を行ったことや、FRBが政策金利の引き下げに転じたことを追い風として、過去12カ月間に世界の金利は非常に優れたパフォーマンスをあげてきた (Exhibit 20)。年初来で見ると、ユーロ圏のソブリン債はユーロ建てで約10%のリターンをあげ、米国債は米ドル建てで7.7%上昇している。現段階では、とりわけユーロ圏において、伝統的な金融緩和を拡大することのコストがある程度上昇した場合、非伝統的な政策手段へと焦点が移る可能性がある」と社は考えている。

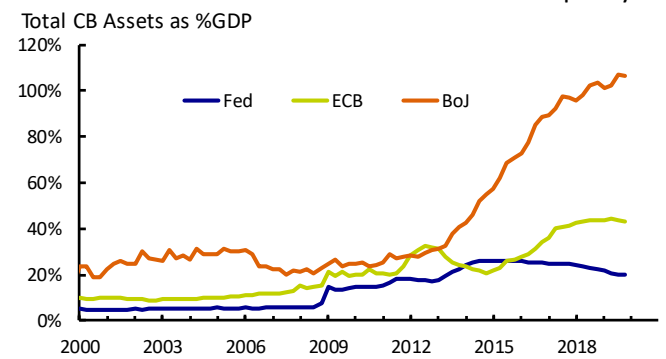
### Exhibit 20: Conventional monetary policy fatigue...



各国中央銀行のバランスシートを見ると (Exhibit 21)、FRBとECBはいずれも、必要に応じてバランスシートを拡大して景気刺激策を実施する余地をかなり残しているように見える。もちろん学術的な議論は、既に「純粋なインフレ・ターゲット」から、金融、財政、およびマクロプルーデンス政策の組み合わせへとシフトしている。いくらか異なる金融政策ミックスは金利市場に影響を及ぼす可能性が高く、それは特に今年見られたようにデュレーション面に

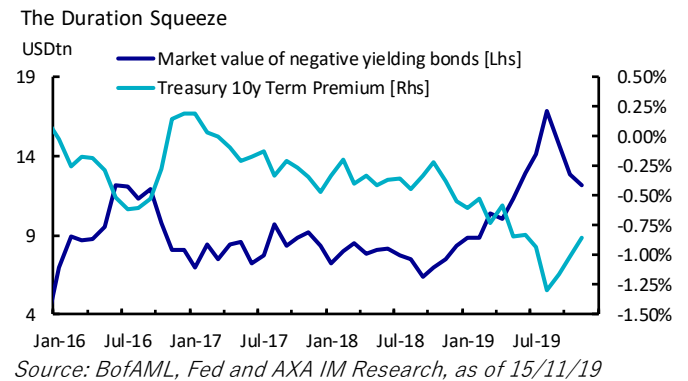
現れるだろう。金利投資家は、マイナス利回り債券の価格が前例のない水準まで上昇した際に素早く反応してデュレーションを長期化し、市場のリスク指標が示唆する以上に期間プレミアムが圧縮された (Exhibit 22)。この影響は、投資家がキャリーを得るためにフォワードカーブのステイプ化を見越して大規模なポジションを取ったことで、ユーロの長期において特に大きく現れた。

### Exhibit 21: ...but still room for unconventional policy



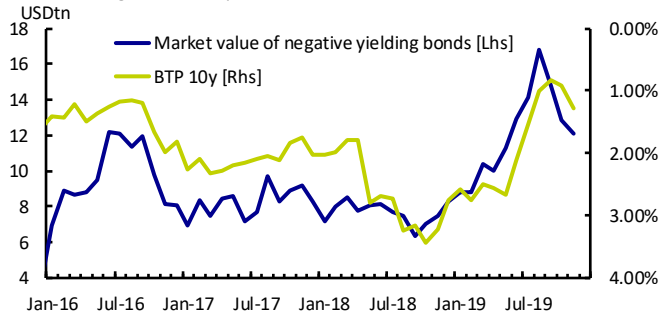
マイナス利回りに対する第2の反応として、ポートフォリオの信用リスクが拡大されてきた。金利市場では、これは欧州周辺国のユーロ建て国債のスプレッド縮小につながった。とりわけイタリアの国債市場は、マイナス利回り債券の急激な価格上昇 (Exhibit 23) と、それに関連した世界的な信用リスクの大幅な圧縮がプラスに寄与し、年初来で14%近いトータル・リターンをあげた。

### Exhibit 22: Investors have extended their duration risk...



### Exhibit 23: ...and their credit risk profile

The Sovereign Credit Squeeze



Source: Bloomberg, BofAML and AXA IM Research, as of 15/11/19

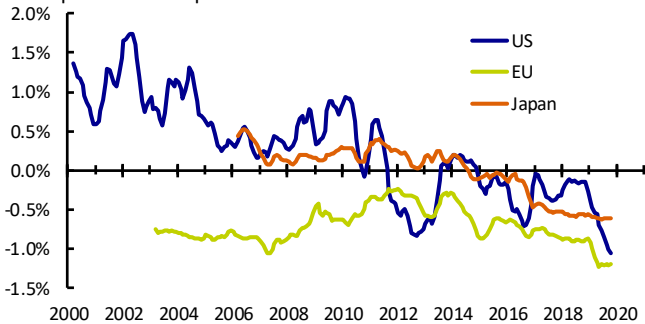
とは言え、純粋に経済的な観点から見れば、足元の金利環境は特に健全とは言えない。指標金利の大きな歪みは、实体经济に対して資本配分に関する間違っただ信号を与え、民間投資の排除を招くおそれがある。この悪影響はいずれ、低金利が国家財政の持続可能性に及ぼすプラスの影響を上回るおそれがある。

### 2020年：まずまずのパフォーマンスをあげると予想

金利投資の性質は、ここ最近で急激に変化した。日本とユーロ圏では、インカム・ゲイン（つまりクーポンからの期待リターン）がほぼ消滅し、キャピタル・ゲインのみがパフォーマンスを左右する要因となった。このため、売買タイミングとアクティブ戦略全般に注力することが重要となっている。

### Exhibit 24: The term premium could be a risk factor

Term premium comparison



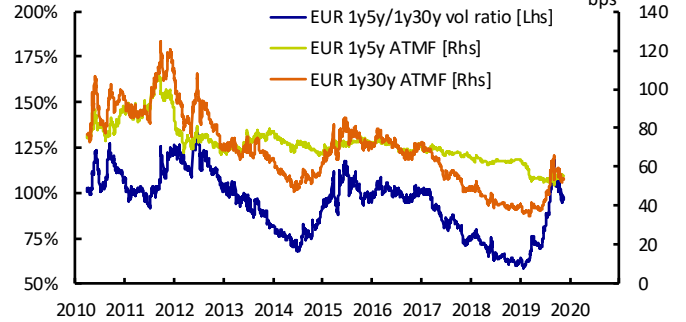
Source: Bloomberg and AXA IM Research, as of XX/XX/19

2019年のパフォーマンスに寄与した要因の1つは、期間プレミアムである。2020年の期間プレミアムは、過去と比較して極めて圧縮された水準からスタートすることになり（Exhibit 24）、そのため金利投資家にとって、来年は期間プレミアムが主なリスク要因になる可能性が高い。期間プレミアムとは、投資家が追加のデュレーション・リスクを取る見返りとして求める追加のリターンであるが、これ

は、FRBが2011年に有名な「満期長期化プログラム」を実施して以来、中央銀行の政策戦略の対象となってきた。

### Exhibit 25: Risk re-pricing at the long end of the curve

EUR swaption volatility



Source: Bloomberg, At The Money Forward and AXA IM Research, as of 28/11/19

注目すべき2つ目のリスク要因は、市場のボラティリティと、投資家の全体的な無頓着さである。金利市場のボラティリティはこれまでよりも低下するはずだという考えは、フォワード・ガイダンスとバランスシート管理の組み合わせによって支えられてきた。しかし資産買入プログラムによって、市場全体の既発債のデュレーション・リスクを抑制できたとしても、債券価格のボラティリティが市場原理に委ねられることに変わりはない。2019年には、30年金利の期間1年のスワップションのボラティリティが短期金利のボラティリティを25%超上回ったことで、市場のボラティリティに対する実際の影響を垣間見ることができた（Exhibit 25）。

指標金利の予測という観点で上記の議論を理解する1つの方法は、10年債の名目利回りを主要な要素に分解することである。その要素とは、実質均衡金利、金利予想、インフレ期待、期間プレミアムおよび流動性プレミアムである。Exhibit 26は、10年物米国債とドイツ国債に関する当社の考えをまとめたものである。

### Exhibit 26: Benchmarks are not far from fair values

	US	EU
R-star	1.00%	0.00%
Rate anticipation	-0.25%	0.00%
Inflation expectations	2.00%	1.20%
Term premium	-1.00%	-1.20%
Liquidity premium	0.00%	-0.25%
Model 10-year yield	1.75%	-0.25%
Spot 10-year yield	1.84%	-0.34%
1-year forward 10-year yield	1.95%	-0.25%

Source: Bloomberg r-star = natural rate of interest and AXA IM Research, as of 15/11/19



また、以下の点を指摘する必要があるだろう。

1. 上記Exhibit 26の表は、観察可能な市場価格、つまりインフレ期待の代用としてのインフレ・スワップの5年先5年物フォワードレートと、観察不能なモデルによる推計値で構成されている。例えば自然利子率（r-star）は、ローバック・ウィリアムズ・モデルで代用している。したがって、当社の計算結果は、モデルに伴うある程度の不確実性に左右される。
2. 「流動性プレミアム」は、実際のところ裁量的な変数であり、金融市場が「債券枯渇リスク」をどう感じているかを表すサインとして扱われる。こ

のため当社は、米国債の流動性プレミアムをゼロ、ドイツ国債の流動性プレミアムをマイナスと想定した。流動性プレミアムの推定は非常に複雑な作業であるため、米国債市場のプレミアムを恣意的にゼロに設定した上で、米国債とドイツ国債のスワップ・スプレッドの差に従い、ドイツ国債のプレミアムを調整した。この点も、不確実性の原因となっている。

3. 当社の計算結果では、ドイツ国債と米国債はいずれも現在、公正価値から10bps以内の水準で取引されている。主な違いは調整の方向であり、プラスの期待インカム・ゲインを加味した場合、米国債のパフォーマンスがドイツ国債をわずかに上回る。

# クレジット — 成長率が低迷する中、クレジットは引き続き春を謳歌

Gregory Venizelos / 著

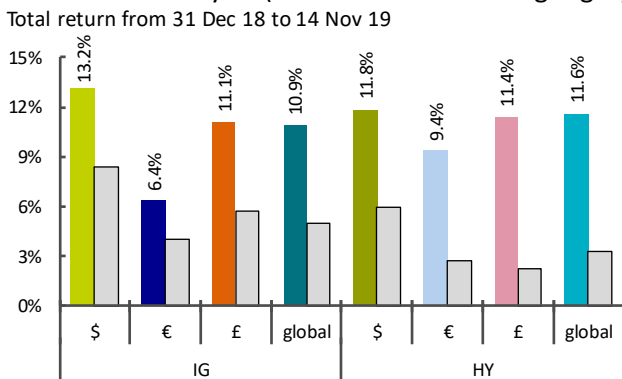
## 主なポイント

- 2019年のクレジット市場は好調となり、とりわけ長期債は優れたリターンをあげた。
- デュレーションの振り子的影響により、景気が悪化しない限り、2020年はハイイールド債に有利と予想される。
- 2020年には、大量のBBB格債もコベナンツライト・ローンもクレジット市場に大きな影響を与えない見通しである。

## 好調さを謳歌した1年

2019年のクレジット市場は好調となり (Exhibit 27)、一部では歴史的に見ても特に優れたリターンをあげた。年初の時点でスプレッドが拡大しており、利回りが高水準だった場合、その後の12カ月間は好調に推移するのが通例だが、今年も例外ではなかった。中央銀行が年初に金融政策を反転させたことがこの流れを強め、2019年にはデュレーションの長期化戦略が突出したパフォーマンスをあげた。米ドル建てハイイールド債は定石どおりの動きを見せ、年初に利回り8%で取引されていた銘柄の多くは、その後12カ月間で1桁台前半のリターンをあげた。

Exhibit 27: a strong year for credit returns with long duration unusually so (rates contribution in light grey)



Source: InterContinental Exchange (ICE) and AXA IM Research, as of 14/11/2019

しかし米ドル建て投資適格債は2009年以来となる異例の高リターンを記録し、年初来リターンは13.2%になっている。これに対し、過去の景気減速局面（購買担当者景気指

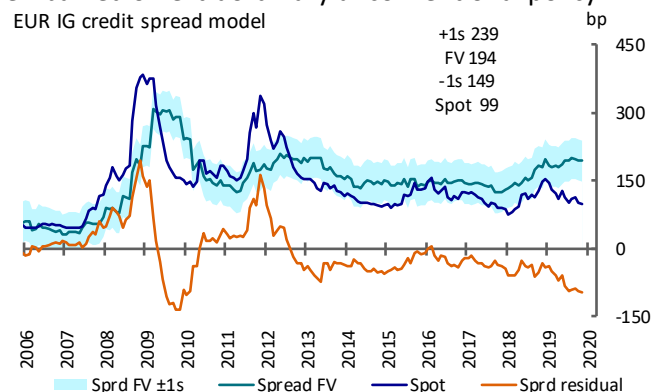
数 (PMI) が50を上回っているが低下傾向にある局面)における年間平均リターンは約8%である。この投資適格債の大きなリターンはデュレーションが長いという特性によるものであり、その反動から今後12カ月は、米国の成長率が大きく減速しない限りハイイールド債の方が有利になると当社は見ている。

ここで、金融政策がカギとなる可能性がある。FRBが10月末に行った利下げがミニ緩和サイクルの最後の「予防的利下げ」だった場合、過去の事例を考慮すれば、来年にかけての信用スプレッドに有利となる。事実、1995年と1998年の過去2回のミニ緩和サイクルに続く6カ月間では、スプレッドは相対ベースで平均20%縮小した。その一方で、米国債利回りは同期間中に平均20%上昇している。足元の相場にこのシナリオを当てはめた場合、米ドル建てハイイールド債は今後6カ月で4%超のリターンをあげ、1%未満のリターンにとどまる米ドル建て投資適格債をアウトパフォームする見通しである。

## 割高さは当面、逆風にはならない

投資家の主な懸念は、債券市場全体と同じく、ファンダメンタルズから見てクレジットが割高であることだ。しかしこれは長期にわたる構造的とよいてよいテーマ (Exhibit 28) であり、中央銀行による異例の非伝統的金融政策によってリスク・プレミアムがファンダメンタルズ的に妥当な水準を大きく下回っていることが背景にある。Exhibit 28に示す当社の4ファクターモデルは、2018年後半以降、投資適格債のスプレッドが1標準偏差以上縮小しているだけでなく、2012年~2013年以降も長期的にそのような状態にあったことを示している。

Exhibit 28: spreads have traded rich since central banks embarked on extraordinary unconventional policy



4 variables: GDP growth, corporate debt, corporate profit & market volatility

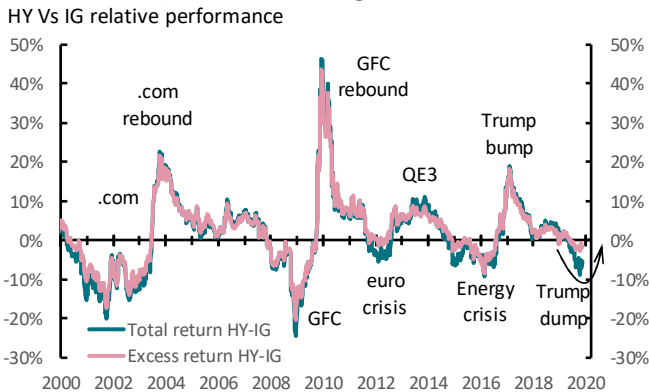
Source: Bloomberg, Datastream, ICE and AXA IM Research, as of 7/11/2019

この長期的な割高さは、各国中央銀行のバランスシートの拡大によって定量的に説明することができる。事実、ECBの債券買入プログラムによってユーロ建て債券市場から「吸い上げ」られたデュレーションの量を変数として4ファクターモデルに加えた場合、2016年～2018年の割高さは消滅する。同様に、ECBが2019年10月に資産買入を再開したことは、2019年に再び開いたバリュエーション・ギャップを縮める効果をもたらす。

### デュレーションの振り子：特別なことがなければ 2020年はハイイールド債が有利

ハイイールド債と投資適格債でリターンの明暗が分かれるのは珍しいことではない。事実、デュレーションの振り子はマクロ経済要因の影響を受けて揺れ動き、ハイイールド債と投資適格債のパフォーマンスに差をもたらしてきた（Exhibit 29。ドットコム・バブル崩壊後の反発時や、世界金融危機からの回復期、量的緩和、「トランプ特需」など、強力なリスク・オフの局面ではハイイールド債がアウトパフォーマンスし、ドットコム・バブルの崩壊、金融危機、ユーロ危機、エネルギー危機といったリスク・オフ局面では投資適格債がアウトパフォーマンスしている。過去12カ月間のハイイールド債に対する投資適格債のアウトパフォーマンスは、世界金融危機以降で最も大きく、市場が転機を迎えた可能性を示唆している。

Exhibit 29: relative performance set to swing in favour of HY in 2020 (12 month rolling differential shown)



Source: ICE and AXA IM Research, as of 14/11/2019  
GFC = global financial crisis, QE3 = quantitative easing (round 3)

ハイイールド債に関しては、デフォルト率の見通しが重要となる。当社のデフォルト率モデルによれば、米国市場は悪化しており、銀行による貸出基準の厳格化や債券市場のディストレス・レシオの上昇により12カ月間のデフォルト率は4%近くまで上昇している。当社はこの予測に対する警戒を緩めていないものの、米国が、(実現デフォルト率が6%以上に達した) 2015年～2016年のエネルギー危機時のようなデフォルト・サイクルに突入するとは考えてい

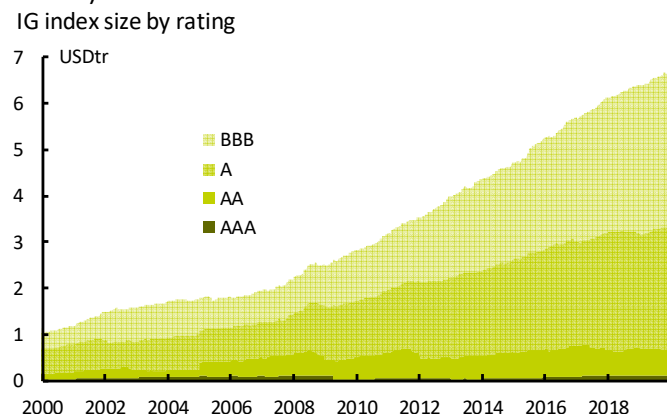
ない。欧州ハイイールド債に関しては、当社の12カ月間のデフォルト率予想は2%という非常に低い水準にとどまっている。

### クレジットの主なリスク

クレジット・サイクルが非常に長期化しているため、投資家がサイクルを終わらせかねないリスクを懸念するのは無理もない。中でも投資家は2つのリスクを最も懸念している。第一に、BBB格債が投資適格債の非常に大きな部分を占めていること、第二に、レバレッジド・ファイナンス市場でコベナンツライト・ローンが一般化していることである。コベナンツライト・ローンとは、コベナンツ（財務制限条項）が少ないか緩やかなローンを指し、貸し手による厳格な管理や監督が行われないため、借り手の柔軟性が大きい。

米国のBBB格債は、金融危機直後の2009年には1兆ドルを大幅に下回っていたが、現在では3兆ドルを大幅に上回るほど増加している（Exhibit 30）。このため、深刻な景気悪化に陥った場合、大規模な格下げの波が生じ、BBB格から引き下げられた大量の債券（いわゆるフォールン・エンジェル）がハイイールド債市場に流入するおそれがある。ハイイールド債市場に大量の流入を吸収する余地はなく、そうなれば市場は大きな混乱をきたすだろう。とは言え、そうした極端なシナリオを軽減できるいくつかの要因がある。負債の増加と格付けの低下は、構造的な低金利のために借入コストが低く抑えられていることの裏返しでもある。大きな金利の上昇やスプレッドの拡大がない限り、借入コストが上昇することはないだろう。また、ハイイールド債から1ノッチしか離れていない最も格付けが低いBBB格債の発行残高が投資適格債市場全体に占める割合は、過去10年間、10%で安定している。その反面、ハイイールド債から3ノッチ離れたBBB+格債は、他を上回るペースで増加している。したがって、2015年～2016年にエネルギー・セクターの投資適格債を襲った格下げ（平均2～3ノッチ）以上の深刻な格下げが発生しない限り、大量のBBB格債がハイイールド債に変わることはない。

Exhibit 30: the ever-growing BBB cohort (USD IG shown)

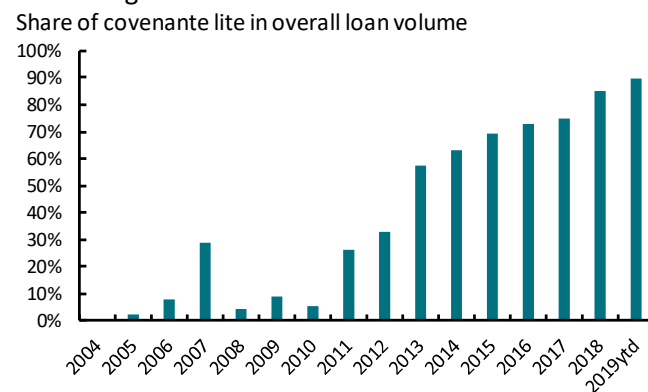


Source: ICE and AXA IM Research, as of 14/11/2019

クレジット投資家にとってのもう1つの懸念材料は、レバレッジド・ファイナンス市場において、コベナンツライト・ローンが増加していることだ。この市場の懸念を軽減する要因は2つあり、まず、コベナンツライト・ローンの割合が記録的水準に上昇した一方で (Exhibit 31)、第二順位抵当権付きローンやゼロ・クーポン債など、その他の形式の負債が占める割合は今も世界金融危機前の水準を大きく下回っている。加えて、コベナンツライトの期待回収率が低いこと (クレジット・イベントを遅らせることができるため破綻時の財務はそれだけ悪くなる) は、クレジット

ト・イベントの確率の低下によって相殺可能である。これは、コベナンツライト・ローンの借り手は柔軟性が高いため、業績を回復させて財務を改善できる可能性があるからだ。確かに、コベナンツライト・ローンは本格的なデフォルト・サイクルの試練をまだ完全には経験していない。事実、金融危機以降、中央銀行の異例の政策によってデフォルト・サイクルは停止している。

Exhibit 31: the share of cov-lite loans has risen notably since the global financial crisis



Source: S&P LCD and AXA IM Research, as of Oct 2019



# 景気拡大局面は既に10年目 — それでも弱気にはなりづらい

Varun Ghotgalkar / 著

### 主なポイント

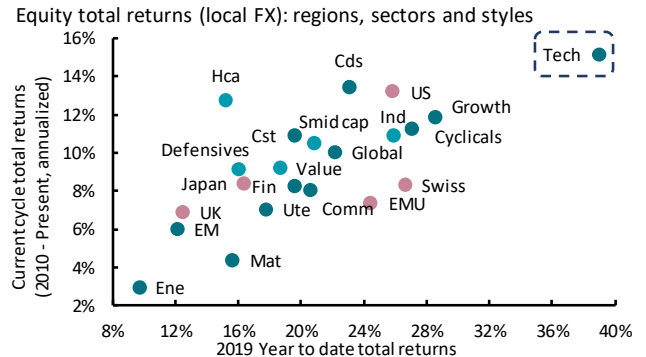
- 当社の収益先行指標によれば、増益率は底打ち感がみられており、2020年後半には上向くと見られる。
- 株式のバリュエーションは長期平均に近く、過去と比べれば、ソブリン債およびクレジット市場に対して依然割安である。
- 当社は2020年にかけて株式に対する前向きな姿勢を維持し、アロケーションにおいては割安な景気循環銘柄を選好する。

## 終わってみるまで分からない

株式市場は2018年第4四半期に急落したが、その後年初来で大きく上昇している。テクノロジー・セクター(+39%)は好調を維持し、資本財・サービス(+26%)および一般消費財・サービス(+23%)もアウトパフォームしている一方で、新興国市場(+12%)およびエネルギー銘柄(+10%)は特に出遅れている。本稿執筆時点で、世界のベンチマーク指数は年初から約22%上昇しており、このため2019年は足元のサイクルにおける最も好調な年の1つとなり、10年近くに及ぶ強気市場を更に引き伸ばしている。

足元の市場サイクルは近年の金融史で最も長いものの1つであり、グローバル株式の現地通貨建て年率トータル・リターンは約10%に達し、米国株式に至っては13%近くに達している (Exhibit 32)。過去を振り返ってみると、1950年代以降にS&P 500が上昇した12回の局面における年率換算実質上昇率の中央値は年率15.4%であり、一般的な上昇継続期間は約4年間である。2019年に株価が上昇した原因のほとんどは、株価収益率 (PER) が上昇したことにある。

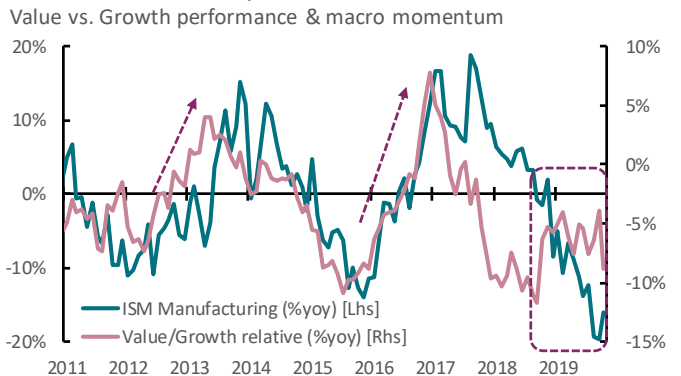
Exhibit 32: Stellar run for equities year to date



Source: MSCI, Datastream and AXA IM Research, as of 14/11/2019

来年は、米国の大統領選挙の行方や、今も続いている米中貿易交渉をはじめ、政治的な懸念事項がボラティリティ上昇の原因となる可能性が高い。

Exhibit 33: Recent style rotation still has room to run



Source: MSCI, Bloomberg and AXA IM Research, as of 14/11/19

スタイル別に見ると、グロース株は28%上昇し、19%上昇したバリュー株を引き続きアウトパフォームしている。景気循環銘柄は今年27%上昇しており、16%上昇したディフェンシブ銘柄をアウトパフォームしている。最近の株式市場では、世界の主要債券市場での利回り上昇に概ね沿った形で投資家の選好セクターが変化している兆しが見えている。株式市場は今後も経済動向と密に連動し、世界の先行指標の変化との高い相関を維持していくと思われる。先行指標は今や底入れしつつあるように見え、バリュー株とグロース株のパフォーマンスの差がいくらか平均回帰することが示唆されている (Exhibit 33)。

Exhibit 34: Leading earnings indicators bottoming out

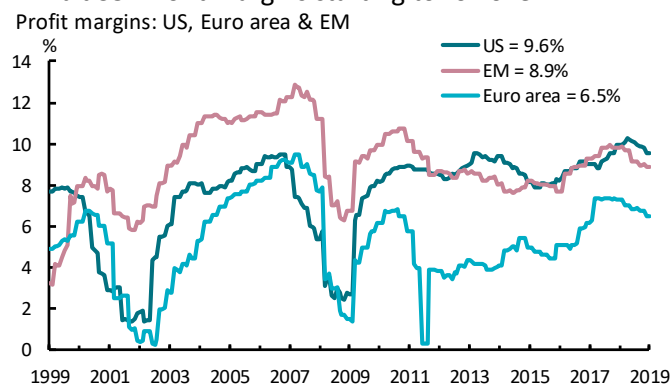


Source: MSCI, Bloomberg, Datastream and AXA IM Research, as of 14/11/19

### 収益の勢いは安定化しつつある

成長見通しが改善する中、業績予想に対する下押し圧力は後退し始めている。現在、年初来の世界の増益率は横ばいをやや上回る程度となっている。当社の収益先行指標 (Exhibit 34) は、全体的な収益傾向が底入れして2020年後半には上向き可能性が高いことを示している。2020年と2021年のコンセンサス予想は依然として通常のスタート地点である10%前後に留まっているように思われ、コモディティ・セクターが最も高く、金融セクターは低い予想となっている。

Exhibit 35: Profit margins starting to roll over



Source: MSCI, Bloomberg and AXA IM Research, as of 14/11/19

長期的観点では、新興国市場とユーロ圏の1株当たり利益は前回のピークを下回る16%と38%にとどまっているが、徐々に上向きつつある。投資家は、売上高の伸び悩みや、長引く低インフレ、関税が仕入れ価格に及ぼす影響、そして今も賃金の上昇が続いていることから多くの業種が価格決定力を失い、企業の利益率が依然として圧迫されていることを懸念している (Exhibit 35)。

Exhibit 36: Equity valuations close to long term average



Source: IBES, Datastream and AXA IM Research, as of 14/11/19

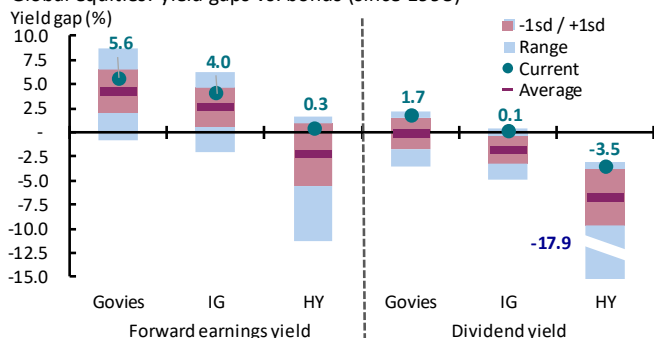
### 平静さを保ち、投資を続けよ

絶対的ベースで見ると、ほとんどの指標において、グローバル株式市場全体のバリュエーションは割高とは言えず、米国を除くグローバル株式は、引き続き米国株式よりもかなり割安な水準で取引されている。絶対的ベースで見た株式のバリュエーションは今なお魅力的であり、グローバル株式市場の予想PERは16倍と、長期平均に近い水準にある (Exhibit 36)。全体として、株式市場のリターンは当面、小幅にとどまると当社は予想しているものの、世界的に過剰流動性が拡大していることから、PERが低下するリスクは後退したと考えている。表面下では、バリュー銘柄とグロース銘柄のバリュエーションには依然として開きがある。これまでと同様、この関係が変化するためには、景気の流れが上向くことが必要であろう。

ソブリン債やクレジット市場と比較すれば、グローバル株式は依然として割安であり、株式と、国債、投資適格債、ハイイールド債との利回り格差は、過去最高に近い水準にある (Exhibit 37)。現在、景気サイクル後半の警戒信号が灯っているのは確かだが、弱気市場の到来はまだ先のことだと当社は考えている。主な警戒信号としては、景気の勢いの弱さや超低水準の失業率が挙げられるが、景気の勢いには改善の兆しが見え、金融情勢は依然、株式市場に有利である。

### Exhibit 37: Global equities still offer relative value

Global equities: yield gaps vs. bonds (since 1998)

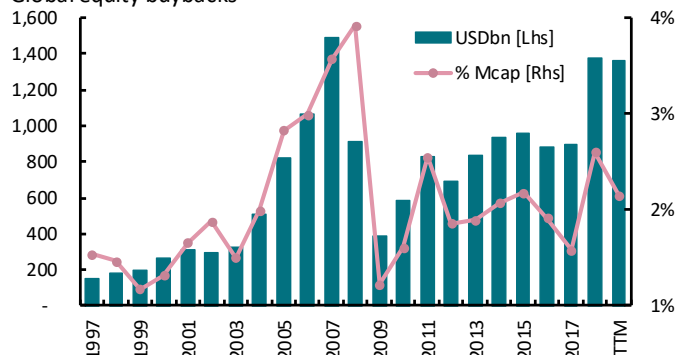


Source: Datastream, MSCI, BofAML and AXA IM Research, as of 14/11/19

収益見通しの改善とともに、最近では投資家心理も上向いてきており、ボラティリティの水準は正常化に向かっている。企業の自社株買戻しが株式需要の大きな源泉であることに変わりはなく、現在、世界の買戻し利回りは移動平均で2.2%であるため、株主の総投資利回りは4.6%であると言える。当社がサンプルとして選んだ株式連動型上場投資信託（ETF）は、先進国市場を中心に、同資産クラスに約830億米ドルのパッシブ運用資金が流入したことを示している。

### Exhibit 38: Stock buyback run rate remains robust

Global equity buybacks



Source: Datastream, MSCI, BofAML and AXA IM Research, as of 14/11/19

金融市場は今後の政治日程による大きなイベント・リスクを抱えているが、世界経済が直面していたリスクは全体的に後退したと当社は考えている。当社はマクロ経済の基本シナリオに従い、2020年にかけて株式に対する前向きな見方を維持しており、米国の割安な景気循環銘柄と、十分なフリーキャッシュフローに支えられたユーロ圏の厳選された高配当銘柄を選好する。また地域別アロケーションでは、ユーロ圏株式を選好する方針である。

## Forecast summary

Real GDP growth (%)	2018	2019*		2020*		2021*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>World</b>	3.6	3.0		3.2		3.0	
<b>Advanced economies</b>	2.3	1.7		1.3		1.0	
US	2.9	2.3	2.3	1.6	1.8	0.8	1.9
Euro area	1.9	1.2	1.1	0.7	1.0	0.5	1.3
Germany	1.4	0.6	0.5	0.4	0.7	0.5	1.2
France	1.7	1.3	1.3	1.1	1.2	1.0	1.4
Italy	0.7	0.2	0.1	0.4	0.5	0.4	0.6
Spain	2.6	2.0	2.0	1.5	1.7	1.2	1.7
Japan	0.7	0.8	0.9	0.1	0.3	0.7	0.8
UK	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0	1.5
Switzerland	2.5	1.0	0.8	1.1	1.2	0.9	1.4
<b>Emerging economies</b>	4.4	3.8		4.3		4.2	
<b>Asia</b>	6.0	5.4		5.2		5.1	
China	6.6	6.1	6.1	5.8	5.9	5.6	5.7
South Korea	2.7	2.0	1.9	1.7	2.2	1.5	2.4
Rest of EM Asia	5.5	4.7		4.7		4.8	
<b>LatAm</b>	1.1	0.1		1.7		1.3	
Brazil	1.1	0.8	1.0	1.8	2.0	1.2	2.5
Mexico	2.2	0.0	0.2	0.9	1.2	0.5	1.9
<b>EM Europe</b>	3.8	2.9		3.7		3.4	
Russia	2.3	1.1	1.1	1.5	1.6	1.7	1.9
Poland	5.2	4.3	4.3	3.5	3.4	3.0	2.8
Turkey	2.9	-0.3	-0.3	2.3	2.3	1.2	3.1
<b>Other EMs</b>	1.4	1.1		2.3		2.0	

Source: Bloomberg, IMF and AXA IM Macro Research – As of 2 December 2019

CPI Inflation (%)	2018	2019*		2020*		2021*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
<b>Advanced economies</b>	1.9	1.4		1.5		1.7	
US	2.4	1.7	1.8	2.0	2.0	2.3	2.0
Euro area	1.8	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.5
Japan	1.0	0.4	0.6	0.5	0.9	0.5	0.8
UK	1.8	1.9	1.9	2.3	1.9	1.9	2.0
Switzerland	0.9	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7
Other DMs	1.7	1.4		1.5		1.8	

Source: Bloomberg, IMF and AXA IM Macro Research – As of 2 December 2019

### Central bank policy Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)

		Current	Q4 - 19	Q1 - 20	Q2 - 20	Q3 - 20
<b>United States - Fed</b>	Dates	1.50-1.75	10-11 Dec	28-29 Jan 17-18 March	28-29 Apr 9-10 Jun	28-29 Jul 15-16 Sep
	Rates		unch (1.50-1.75)	unch (1.50-1.75)	unch (1.50-1.75)	unch (1.50-1.75)
<b>Euro area - ECB</b>	Dates	-0.50	12 Dec	23 Jan 12 March	30 Apr 4 Jun	16 Jul 10 Sep
	Rates		unch (-0.50)	unch (-0.50)	unch (-0.50)	unch (-0.50)
<b>Japan - BoJ</b>	Dates	-0.1	18-19 Dec	20-21 Jan 18-19 March	27-28 Apr 15-16 Jun	21-22 July 16-17 Sep
	Rates		net QQE ¥10tn	unch (-0.10)	unch (-0.10)	unch (-0.10)
<b>UK - BoE</b>	Dates	0.75	19 Dec	30 Jan 26 March	7 May 18 June	6 Aug 17 Sep
	Rates		unch (0.75)	unch (0.75)	unch (0.75)	unch (0.75)

Source: Datastream, AXA IM Macro Research - As of 2 December 2019



## Calendar of 2020 events

2020	Date	Event	Comments
December 2019	6-8 Dec	Germany	SPD party convention, election of the leader
	11 Dec	FOMC Meeting	Unchanged (1.50-1.75)
	12 Dec	ECB Meeting	First meeting of Lagarde, unch. (-0.50)
	12 Dec	UK	UK General Election, expect Conservative win
	15 Dec	US-China	Second tranche of the \$300bn tariffs to come into effect, expect no implementation
	16 Dec	US	House expected to vote on Articles of Impeachment this week, will move to Senate if passed
	19 Dec	BoJ Meeting	Unchanged - Net QQE ¥10tn
	19 Dec	BoE Meeting	Unchanged (0.75)
January 2020	21-janv	BoJ Meeting	Unchanged (-0.10)
	23-janv	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	29-janv	FOMC Meeting	Unchanged (1.50-1.75)
	30-janv	BoE Meeting	Including Monetary Policy Report, unchanged (0.75)
	31-janv	UK	Extended Article 50 term expires, BoE Governor Carney term expires
February		US	Possible Senate verdict on Impeachment this month; 67 votes are required
	3 Feb	US	Election caucuses commence
March	03-mars	US	Super Tuesday: c. 16 jurisdictions are expected to hold an election primary or caucus
	12-mars	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	18-mars	FOMC Meeting	Including Summary of Economic Projections, unchanged (1.50-1.75)
	26-mars	BoE Meeting	Unchanged (0.75)
April	4 Apr	US	Potential tariffs on imports of Mexican cars and second stage negotiations with Japan and EU
	29 Apr	FOMC Meeting	Unchanged (1.50-1.75)
	30 Apr	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
May	7 May	BoE Meeting	Including Monetary Policy Report, unchanged (0.75)
June	4 Jun	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	10 Jun	FOMC Meeting	Includes Summary of Economic Projections (1.50-1.75)
	12 Jun	G7	G7 Summit
	18 Jun	BoE Meeting	Unchanged (0.75)
July	1 Jul	UK	Deadline to extend transition period if EU Withdrawal Agreement passes into law before the 31 Jan
	13-16 Jul	US	Democratic National Convention: Party delegates select their president nominee
	16 Jul	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	29 Jul	FOMC Meeting	Unchanged (1.50-1.75)
August	6 Aug	BoE Meeting	Includes Monetary Policy Report, unchanged (0.75)
	24-27 Aug	US	Republican National Convention: Party delegates select their president nominee
	27-30 Aug	US	Jackson Hole Symposium
September	10-sept	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
	16-sept	FOMC Meeting	Unchanged (1.50-1.75)
	17-sept	BoE Meeting	Unchanged (0.75)
	29-sept	US	First Presidential debate
October	29-oct	ECB Meeting	Unchanged (-0.50)
November	03-nov	US	Presidential and Congressional Elections
	04-nov	FOMC Meeting	rate in Q4 – (1.25-1.50)
	05-nov	BoE Meeting	Including Monetary Policy Report
	21-22 Nov	G20	2020 Summit, Riyadh

## Abbreviation glossary

1Q18	first quarter of 2018	IMF	International Monetary Fund
1H18	first half of 2018	ISM	Institute of Supply Management
[Lhs]	left hand scale (graph)	JGB	Japanese Government Bonds
[Rhs]	right hand scale (graph)	JPY/¥	Yen
a.r.	annualised rate	LatAm	Latin America
AUD	Australian dollar	LBO	Leveraged buy-out
BAML	Bank of America Merrill Lynch	LTRO	Long Term Refinancing Operation
BEA	US Bureau of Economic Analysis	MBS	Mortgage-backed security
BEER	Behavioural Equilibrium Exchange Rate	METI	Japan's Ministry of Economic Trade and Industry
BIS	Bank for International Settlements	mom	month on month
bn	billion	MRO	Main Refinancing Operation
BoC	Bank of Canada	n.s/a	non-seasonally adjusted
BoE	Bank of England	NAFTA	North American Free Trade Agreement
BoJ	Bank of Japan	NBER	National Bureau of Economic Research
bp(s)	basis point(s)	NPL	non-performing loans
CAD	Canadian dollar	NFIB	National Federation of Independent Business
CEE	Central and Eastern Europe	NOK	Norwegian krone
CEEMEA	Central and Eastern Europe/Middle East/Africa	NZD	New Zealand dollar
CHF	Swiss franc	OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
CPI	Consumer price index	OMT	Outright Monetary Transactions
DM	Developed market	P/B	price-to-book ratio
EBA	European Banking Authority	P/E	price/earnings
EC	European Commission	PBoC	People Bank of China
ECB	European Central Bank	PCE	personal consumption expenses
EM(s)	Emerging market(s)	PEG	price/earnings to growth
EMU	European Monetary Union	PMI	Purchasing Manager Index
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	pp	percentage point
EPS	Earnings per share	PPI	Producer price index
ERP	Equity risk premium	PPP	purchasing power parity
ESM	European Stability Mechanism	QE	Quantitative easing
ETF	Exchange-Traded fund	QE3	Third quantitative easing
EU	European Union	QQE	Quantitative and qualitative easing
EUR/€	Euro	qoq	quarter on quarter
Fed	US Federal Reserve	REER	Real Effective Exchange Rate
FFR	Fed fund rate	RMB	renminbi chinois (yuan)
FOMC	Federal Open Market Committee	RRR	Required rate of return
FTA	Free Trade Agreement	s/a	seasonally adjusted
FY	Fiscal Year	SEK	Swedish krona
GBP/£	Pound Sterling	SMEs	Small and medium size enterprises
GDP	Gross Domestic Product	SMP	Securities Markets Programme
GFC	Global Financial Crisis	SWF	Sovereign Wealth fund
GVA	Gross value added	TFP	total factor productivity
HKD	Hong Kong dollar	TLTRO	Targeted Longer Term Refinancing Operation
HP filter	Hodrick-Prescott filter	tn	trillion
HY	High Yield	UN	United Nations
ICT	information and communications technology	USD/\$	US dollar
IG	Investment Grade	yoy	year on year
IIF	Institute of International Finance	ytd	year to date
INSEE	French National Institute of Statistics and Economic Studies		

Our Research is available on line: <http://www.axa-im.com/en/insights>



## Insights Hub

The latest market and investment insights, research and expert views at your fingertips

[www.axa-im.com/insights](http://www.axa-im.com/insights)

### DISCLAIMER

This document is for informational purposes only and does not constitute investment research or financial analysis relating to transactions in financial instruments as per MIF Directive (2014/65/EU), nor does it constitute on the part of AXA Investment Managers or its affiliated companies an offer to buy or sell any investments, products or services, and should not be considered as solicitation or investment, legal or tax advice, a recommendation for an investment strategy or a personalized recommendation to buy or sell securities.

It has been established on the basis of data, projections, forecasts, anticipations and hypothesis which are subjective. Its analysis and conclusions are the expression of an opinion, based on available data at a specific date. All information in this document is established on data made public by official providers of economic and market statistics. AXA Investment Managers disclaims any and all liability relating to a decision based on or for reliance on this document. All exhibits included in this document, unless stated otherwise, are as of the publication date of this document. Furthermore, due to the subjective nature of these opinions and analysis, these data, projections, forecasts, anticipations, hypothesis, etc. are not necessary used or followed by AXA IM's portfolio management teams or its affiliates, who may act based on their own opinions. Any reproduction of this information, in whole or in part is, unless otherwise authorised by AXA IM, prohibited.

Neither MSCI nor any other party involved in or related to compiling, computing or creating the MSCI data makes any express or implied warranties or representations with respect to such data (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such data. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, any of its affiliates or any third party involved in or related to compiling, computing or creating the data have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages. No further distribution or dissemination of the MSCI data is permitted without MSCI's express written consent.

This document has been edited by AXA INVESTMENT MANAGERS SA, a company incorporated under the laws of France, having its registered office located at Tour Majunga, 6 place de la Pyramide, 92800 Puteaux, registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826. In other jurisdictions, this document is issued by AXA Investment Managers SA's affiliates in those countries.

In the UK, this document is intended exclusively for professional investors, as defined in Annex II to the Markets in Financial Instruments Directive 2014/65/EU ("MiFID"). Circulation must be restricted accordingly.

© AXA Investment Managers 2018. All rights reserved

### AXA Investment Managers SA

Tour Majunga – La Défense 9 – 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux – France  
Registered with the Nanterre Trade and Companies Register under number 393 051 826

#### 【ご留意事項】

当情報は、アクサ・インベストメント・マネージャーズ・パリの情報提供に基づき、アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社が翻訳・作成した資料です。

当情報は、情報提供を目的としたものであり、特定の有価証券その他の投資商品についての投資の勧誘や売買の推奨を目的としたものではありません。

当情報は、信頼できると判断された情報等をもとに作成しておりますが、正確性、完全性を保証するものではありません。  
当情報の内容は、作成日時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。当資料に記載された運用実績等に関するグラフ・数値等はあくまでも過去の情報であり、将来の運用成果等を保証するものではありません。

当情報は提供させていただいたお客様限りでご使用いただきますようお願い申し上げます。事前の了承なく複製または配布等を行わないようお願いいたします。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号：関東財務局長（金商）第16号

加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会