

金融緩和期待と米中交渉再開に沸く株式市場、一方で肝心の景気実態は？

● アクセル踏み始めた株式市場、だが景気は？

世界 企業景況感と株価
(2015年初=100)

注) 総合PMIは製造業とサービス業の合成指数。50が業況改善・悪化の境目。
株式はMSCI AC WORLD (現地通貨)。指数化は当社経済調査室。
直近値は世界株式が2019年7月5日、総合PMIが同年6月時点。

出所) マークイット、MSCIより当社経済調査室作成

■ 期待先行で進む世界的株高に死角はないか？

先週、米主要株価指数が史上最高値を更新するなど、世界的な株高の流れが続いています。背景には、米利下げ期待と米中通商交渉再開に伴う安心感の広がりが見られますが、景況感との比較で見ると、前のめりな株高の印象は否めず、先行きに危うさも覚えます(上図)。

■ 米中交渉再開の効果は？7月の米指標に注目

直近のISM指数や雇用指標など、米景気指標は底堅くも力強さに欠ける内容です。このことが逆に利下げ期待を持続させているともいえますが、息の長い株高には景気は安定との裏付けが必須です。7月指標では、米中摩擦懸念の後退が企業心理改善に寄与したか注目されます。

■ 不安は中国、まずは景気指標反転が待たれる

米国以上に心配なのが中国です。4・5月の景気指標が軒並み予想を超える減速となり、通商摩擦の影響が強まっている様子をおぼろげにうかがわせます。減速に歯止めがかからない場合、世界的なリスク選好の流れに乗り好調を保つ新興国市場に冷や水を浴びせる懸念もあります。(瀧澤)

● 今週の主要経済指標と政治スケジュール

★は特に注目度の高いイベント

7/8 月

- (日) 6月 景気ウォッチャー調査(景気判断DI)
現状 5月:44.1、6月:(予)43.8
先行き 5月:45.6、6月:(予)44.5
- (独) 5月 鉱工業生産(前月比)
4月:▲1.9%、5月:(予)+0.4%

7/9 火

- (米) ブラード・セントルイス連銀総裁 講演
- (米) ポスティック・アトランタ連銀総裁 講演

7/10 水

- ★ (米) FOMC議事録(6月18-19日分)
- ★ (米) パウエルFRB議長 半定期例議会証言(下院)
- (米) ブラード・セントルイス連銀総裁 講演

7/11 木

- ★ (米) パウエルFRB議長 半定期例議会証言(上院)
- (米) ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁 講演
- (米) ポスティック・アトランタ連銀総裁 講演
- (米) パーキン・リッチモンド連銀総裁 講演
- (米) カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁 講演
- (米) 6月 消費者物価(前年比)
総合 5月:+1.8%、6月:(予)+1.6%
除く食品・エネルギー
5月:+2.0%、6月:(予)+2.0%

7/12 金

- (米) エバンス・シカゴ連銀総裁 講演
- ★ (中) 6月 貿易額(米ドル、前年比)
輸出 5月:+1.1%、6月:(予)▲1.0%
輸入 5月:▲8.5%、6月:(予)▲4.6%

7/15 月

- ★ (米) 7月 ニューヨーク連銀製造業景気指数
6月:▲8.6、7月:(予)+2.0
- ★ (中) 4-6月期 実質GDP(前年比)
1-3月期:+6.4%、4-6月期:(予)+6.2%
- ★ (中) 6月 鉱工業生産(前年比)
5月:+5.0%、6月:(予)+5.3%
- (中) 6月 小売売上高(前年比)
5月:+8.6%、6月:(予)+8.4%
- ★ (中) 6月 都市部固定資産投資(年初来、前年比)
5月:+5.6%、6月:(予)+5.6%

注) (日)は日本、(米)は米国、(欧)はユーロ圏、(独)はドイツ、(豪)はオーストラリア、(中)は中国、(他)はその他、を指します。日程および内容は変更される可能性があります。

出所) 各種情報、Bloombergより当社経済調査室作成

金融市場の動向

● 主要金融市場の動き（直近1週間）

※騰落幅および騰落率は直近値の1週間前比

株式	(単位:ポイント)	7月5日	騰落幅	騰落率%
日本	日経平均株価(円)	21,746.38	470.46	2.21
	TOPIX	1,592.58	41.44	2.67
米国	NYダウ(米ドル)	26,922.12	322.16	1.21
	S&P500	2,990.41	48.65	1.65
	ナスダック総合指数	8,161.79	155.55	1.94
欧州	ストックス・ヨーロッパ600	390.11	5.24	1.36
ドイツ	DAX®指数	12,568.53	169.73	1.37
英国	FTSE100指数	7,553.14	127.51	1.72
中国	上海総合指数	3,011.05	32.18	1.08
先進国	MSCI WORLD	1,690.31	27.78	1.67
新興国	MSCI EM	58,417.70	345.67	0.60

10年国債利回り	(単位:%)	7月5日	騰落幅
日本		▲0.160	0.005
米国		2.035	0.029
ドイツ		▲0.363	-0.036
フランス		▲0.084	-0.079
イタリア		1.746	-0.356
スペイン		0.323	-0.072
英国		0.738	-0.095
カナダ		1.572	0.106
オーストラリア		1.282	-0.040

為替(対円)	(単位:円)	7月5日	騰落幅	騰落率%
米ドル		108.47	0.62	0.57
ユーロ		121.75	-0.91	▲0.74
英ポンド		135.85	-1.07	▲0.78
カナダドル		82.92	0.60	0.73
オーストラリアドル		75.71	0.01	0.01
ニュージーランドドル		71.89	-0.55	▲0.77
中国人民元		15.758	0.061	0.39
韓国ウォン		9.228	-0.104	▲1.11
シンガポールドル		79.773	0.084	0.11
インドネシアルピア(100ルピア)		0.7684	0.0045	0.59
インドルピー		1.5854	0.0225	1.44
トルコリラ		19.266	0.661	3.55
ロシアルーブル		1.6998	-0.0065	▲0.38
南アフリカランド		7.650	-0.003	▲0.04
メキシコペソ		5.703	0.093	1.66
ブラジルリアル		28.387	0.355	1.27

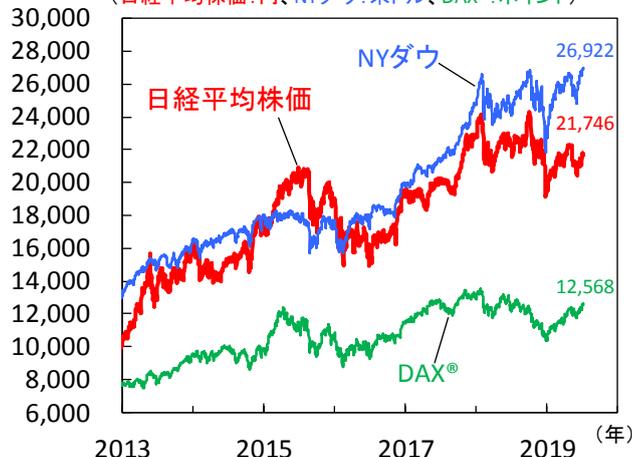
商品	(単位:米ドル)	7月5日	騰落幅	騰落率%
原油	WTI先物(期近物)	57.51	-0.96	▲1.64
金	COMEX先物(期近物)	1,400.10	-13.60	▲0.96

注) MSCI WORLD、MSCI EMは現地通貨ベース。
騰落幅、騰落率ともに2019年6月28日対比。

出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

● 株式市場の動き

(日経平均株価:円、NYダウ:米ドル、DAX®:ポイント)



● 長期金利（10年国債利回り）の動き



● 為替相場の動き



注) 上記3図の直近値は2019年7月5日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

日本 株式市場の焦点は米国利下げと国内企業決算へ

■ 製造業全般で上方修正

2日に発表された日銀短観全容ではソフトウェア投資19年度の上期・下期計画や業種別の内訳が発表されました。前日発表された概要では製造業の強い19年度計画や3月調査比に比べ大幅な上方修正がみられましたが、全容では製造業の計画について、上期に大幅な増加が計画されていることや、特定業種でなく製造業全般に上方修正の動きがみられました。業況判断DI（最近）では、製造業は非製造業に比べ業況の悪化などがみられ、米中貿易摩擦の懸念から企業の設備投資意欲の減少が懸念されています。しかし、IT投資を削減することなく、競争力強化や効率化投資を強化していく姿勢が確認でき、製造業のIT投資の増加トレンドが鮮明になった点を踏まえると、現状では過度な懸念は不要とみています（図1）。

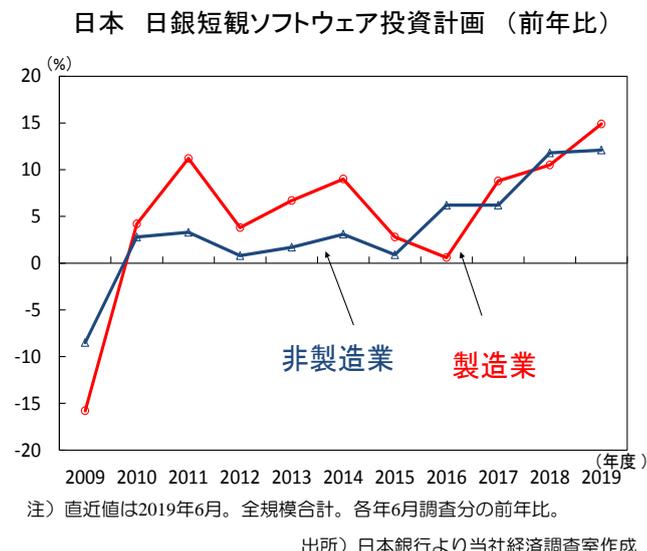
■ マネタリーベースは前年比横ばいに近づく

日銀は3日の国債買い入れオペレーションで残存期間1年超3年以下の国債買い入れを増額した一方、3年超と5年以下、10年超と25年以下を減額するオペレーションを同時に行いました。背景として、金利差が逆転している中期ゾーンや利回り曲線のフラット化の進む超長期ゾーンへの措置があるとみられます（図2）。日銀は2018年度に月間で約1.6兆円の減額を行うなど、マネタリーベースは5月に前年比+3.6%、6月同+4.0%と金融緩和以降の増加率としては低水準を記録しています。国債利回りが低下する中、買い入れ縮小の動きは継続しそうですが、いずれ金融緩和に舵を切った際には、買い入れ縮小の動きは緩和され、マネタリーベースの増勢は再加速しそうです。

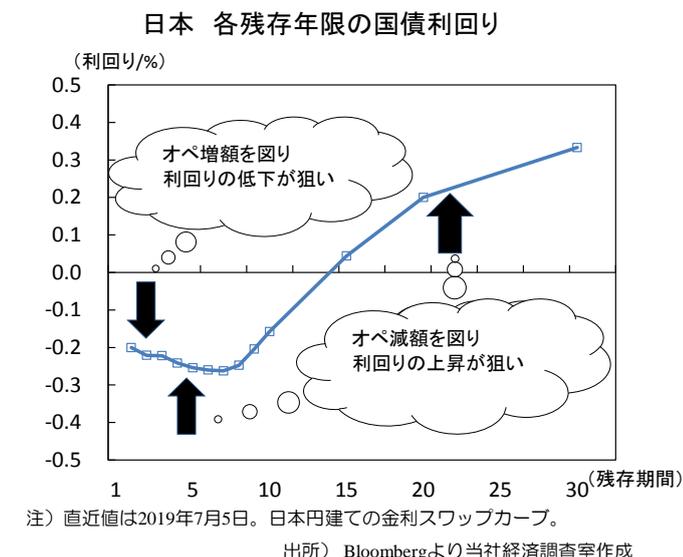
■ 安川電機、ファストリの決算に注目

先週の日経平均株価は+2.21%と、5週連続で上昇しました。米中貿易協議が終了し、今後市場の関心は米国の利下げや国内企業決算に移るとみています。今週11日には安川電機が決算発表を予定しており、3月期決算の多い国内製造業の4-6月期業績を確認するうえで注目しています。5日時点のドル円は、日銀短観の大企業製造業の2019年度想定為替レート109.36円より、約1円ほど円高水準です。アベノミクス以降、実勢レートは想定為替レートより円安水準で推移することが多く（図3）、業績の上方修正に寄与していましたが、今回は逆に下方修正につながる懸念があります。一方、同日にはファストリテイリングの決算も予定されており、ユニクロの6月国内既存店増収率が前年同月比+27.3%を記録するなど、国内の売上高は堅調です。日経平均が4月以来の22,000円台を試すうえで、日経平均株価の寄与度が大きいファストリテイリングの決算に注目しています。（中城）

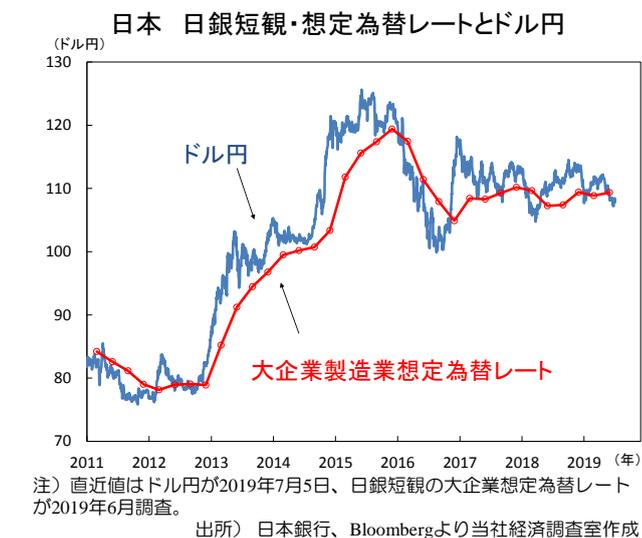
【図1】 製造業のソフトウェア投資が活発化



【図2】 国債買い入れの増額と減額を同時に実施



【図3】 ドル円は想定為替レートを下回る



米国 地区連銀総裁を利下げに誘導できるか？FOMC参加者発言は要チェック

■ 投資家はまだアクセル全開ではないか

先週のS&P500株価指数の週間騰落率は+2.2%と堅調、しかし5日の6月雇用統計（非農業部門雇用者増加数は前月差+22.4万人）は堅調な結果となり、市場の大幅な金融緩和期待は後ずさり、この日の米株を下押ししました。

我々は、世界的な金融緩和の潮流が強まり、夏場にかけて主要先進国の株式相場の上昇、及び新興国債券の金利低下を予想しています。特に有望視する米国株は先週、主要3指数（NYダウ/S&P500/NASDAQ）共に最高値を更新、新興国債券市場のパフォーマンスも先進国債券市場をアウトパフォームする等、目下予想通りです（図1）。

しかし、天狗にはなれません。世界的金融緩和の潮流が本物ならば、新興国株式市場にも資金は流入、パフォーマンスは先進国株式を上回ってもいいはずですが。金融市場には、世界的な金融緩和と景気減速懸念が共存、投資家もアクセル全開には至っていないようです。

■ 利下げのハードルは地区連銀総裁の説得？

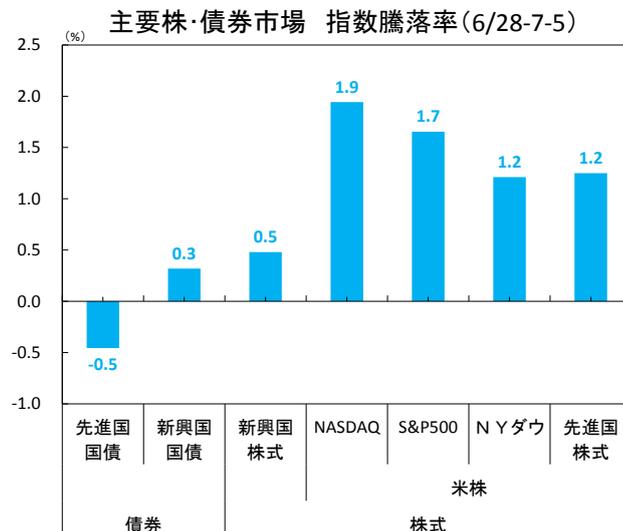
先週、トランプ大統領は現在空席のFRB（連邦準備理事会）理事に2名の女性を指名、今後両名は議会で承認されればFRB入りする事になります。FRBボードメンバーは、既に2014年に就任したブレイナード理事を除き、全員がトランプ大統領の指名によりその職を得ています。

目下FOMC（連邦公開市場委員会）参加者は17名、うち金融政策を決定する投票の参加者は10名です（図2）。6月FOMCでは、セントルイス連銀ブラード総裁のみ利下げを主張、他の9名は利下げに反対しました。緩和姿勢に転じた議長が何故、政策金利の据え置きを提案したか？今回のFOMCで他の参加者を利下げで説得しきれず、仕方なく据え置きを提案した可能性が高いとみています。

というのも、その後のFOMCメンバーの最近の発言に耳を傾けると、多くのメンバーから(利下げは)時期尚早との声が聞こえるためです。特に地区連銀で最タカ派とみられるジョージ・カンザスシティ連銀総裁やローゼングレン・ボストン連銀総裁の説得は困難だったのでしょうか。

7月FOMCは30 - 31日、参加者が金融政策に関する発言するのは来週一杯までです。特に注目は11日のパウエルFRB議長の議会証言です。世界の市場参加者は、7月FOMCでの利下げの有無やその幅（0.25%？0.5%？）に関し、FOMC参加者の発言を一言一句逃さず、そして行間を読み、その意向を血眼になり探ろうとするでしょう。

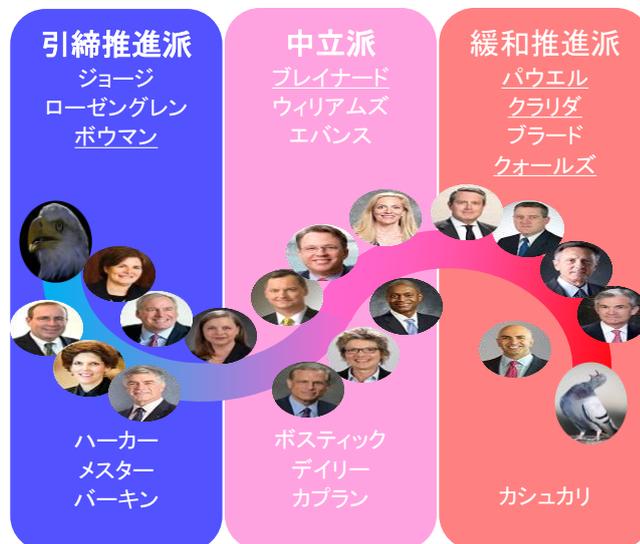
【図1】投資家は新興国のリスクテイクにはまだ慎重



注) 先進国国債はシティグループ世界国債インデックス、新興国国債はJPモルガンGBI-EM、新興国株式はMSCI新興国、先進国株式はMSCI先進国株式の騰落率を表示。出所) MSCI、S&P、Bloombergより当社経済調査室作成

【図2】米地区連銀総裁はまだ利下げに懐疑的か

米FOMC参加者 タカ(金融引締推進)ハト(金融緩和推進)マップ



注) FOMCメンバーのスタンスを曲線の上限に並ぶ顔写真の位置で表示(敬称略)。曲線は左に行くほど金融引締めに積極的(タカ派)を、右に行くほど金融緩和に積極的(ハト派)であることを示す。中央は中立派。曲線上部の写真は2019年投票権メンバー、下部写真は2019年投票権無しメンバー。氏名下線はFOMCボードメンバー。

出所) FOMCより当社経済調査室作成

■ 議会証言とCPI上振れで株価下押し恐れも

その議会証言は、金融緩和姿勢を後退させるかも知れません。雇用が堅調な中、利下げの主張は説得力に欠けます。11日の6月消費者物価(CPI)上昇率(市場予想:食品・エネルギー除く総合前年比+2.0%)上振れの結果も加われば、今週の米株は下押しされそうです。しかし、これは押し目買いの好機と我々は予想します。(徳岡)

欧州 金利低下の流れが加速、金融追加緩和は必至か

■ 一段と強まる金融緩和期待

主要中央銀行への金融緩和期待を背景に、先週の欧州金融市場では金利低下の流れが加速。EU（欧州連合）首脳は2日、ECB（欧州中央銀行）の次期総裁にIMF（国際通貨基金）のラガルド専務理事を指名しました。同氏の金融政策に係る公式見解は限定的ながら、これまでドラギECB総裁の緩和的な政策運営には肯定的。ECBのハト派（金融緩和に積極的）路線は継続されるとみられ、追加金融緩和策の早期実施観測が一段と強まっています。

また、先週公表の軟調な域内経済指標も、市場の追加緩和期待に拍車をかけました。ユーロ圏の5月実質小売売上高（除く自動車）は前月比▲0.3%と増加予想に反して減少し、不振は自動車燃料や衣服に集中（図1）。一時的な落込みに留まる可能性が否めずも、景気拡大を主導する内需への先行き不安を高める結果となりました。加えて、不振が続く製造業の先行指標となるドイツの5月製造業受注も前月比▲2.2%と予想（同▲0.1%）を大きく下振れ。今週公表予定の域内5月鉱工業生産も急回復は見込めず、市場の追加緩和期待は当面保たれる見込みです。

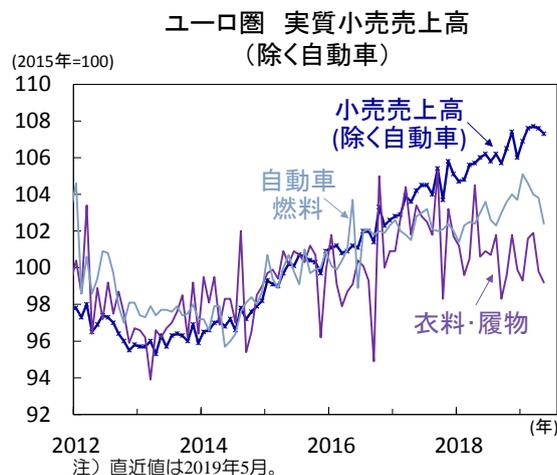
■ イタリアは財政赤字を巡るEU制裁を回避

金融緩和期待に伴う金利低下が続く中、イタリア政府は1日、2019年年央予算を公表。歳入増加や歳出削減を反映し、2019年の財政赤字縮小（対GDP比:2.44%⇒2.02%）を示しました。イタリア政府の改善措置を受けて、欧州委員会は3日、同国へのEDP（財政赤字是正手続）開始の勧告見送りを決定。イタリア10年国債利回りは1.6%台まで急低下しています（図2）。しかし、欧州委員会は今年年後半のイタリアの予算執行を注視する姿勢も示し、10月15日までに提出される次年度予算を踏まえて再評価するとしています。同問題を巡る懸念は目先沈静も、秋頃の再評価にかけての対立再燃には注意が必要です。

■ BOEも金融緩和への姿勢転換を示唆

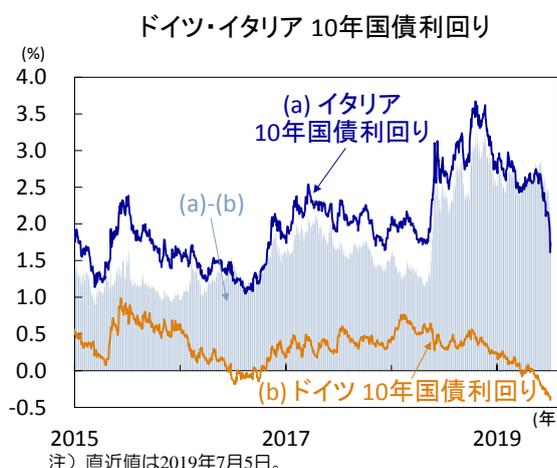
BOE（英国中銀）のカーニー総裁は2日、講演にて貿易摩擦の激化により世界や英国経済の下振れリスクが増しているとし、近いうちに政策対応が必要になる可能性に言及しました。この発言を受け、緩やかな利上げ方針を堅持してきたBOEも緩和方向へ転換するとの市場観測が急浮上。英国金利や債券相場の急低下につながりました。EU離脱当初期限を控えた駆け込み需要が一服し、3日に公表の同国6月総合PMI（購買担当者景気指数）は49.7と好不況の分かれ目とされる50を割り込み低調（図3）。今週公表の主要経済指標も小幅な改善に留まるとみられ、同国への金融緩和期待は更に強まりそうです。（吉永）

【図1】ユーロ圏 5月消費は軟調な結果に



出所) Eurostat (欧州統計局) より当社経済調査室作成

【図2】イタリア財政を巡る懸念は一服



出所) Refinitivより当社経済調査室作成

【図3】景気減速感が強まる英国



出所) マークイット、ONSより当社経済調査室作成

オーストラリア（豪） 豪中銀が2ヵ月連続で利下げを実施

■ 輸出が堅調、経常収支が黒字化も

5月の貿易収支は黒字額が過去最高を記録、輸出は前月比で3.6%増加し鉄鉱石の輸出は過去最高となりました。輸出増加は鉄鉱石価格の上昇によるところが大きいといえますが、純輸出は4-6月期のGDPを押し上げるとみられます。また、鉱物資源価格が高水準にあるため貿易黒字が拡大し、経常収支が黒字に転じる可能性もあります。一方、5月の小売売上高は前月比+0.1%（4月は▲0.1%）と小幅の増加でした。前年比でみると減速感があり（図1）、今後は所得減税の影響が目立ってきます。減税は年間でGDPの約0.3%に相当しますが、貯蓄に回る可能性もあり成長率の押し上効果は小さくなるとみられています。また、利下げ効果は現状では消費マインドの押し上げ要因になっておらず、今後顕在化が期待されます。

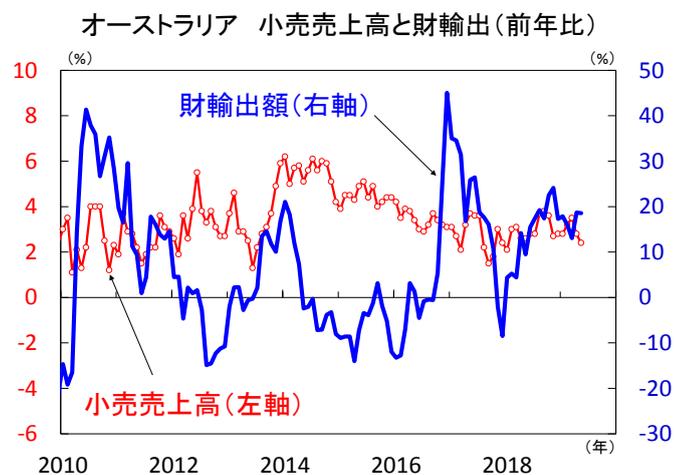
■ 豪中銀が2ヵ月連続の利下げを実施

7月2日の金融政策決定会合で、豪中銀は先月に続き政策金利を0.25%引下げ、過去最低の1.0%としました（図2）。減速傾向にある景気の押し上げと低迷するインフレ率の加速が目的であり、追加利下げは短期金融市場や大半のエコノミストが予想していました。声明文には労働市場を注視し、成長率を支えインフレ率が目標に達するために、必要があれば金融政策を調整すると示されました。良好な雇用環境は続いているようですが、失業率は小幅上昇しており、インフレ目標を確実に達成するために失業率の低下を目指す豪中銀にとって、追加緩和は必要な措置といえます。また住宅価格は一部の大都市で安定化の兆候がみられますが、大幅な前年割れの状態であり利下げによる下支えが必要です。年内に追加利下げの可能性は高く、経済指標次第でタイミングは早まるでしょう。

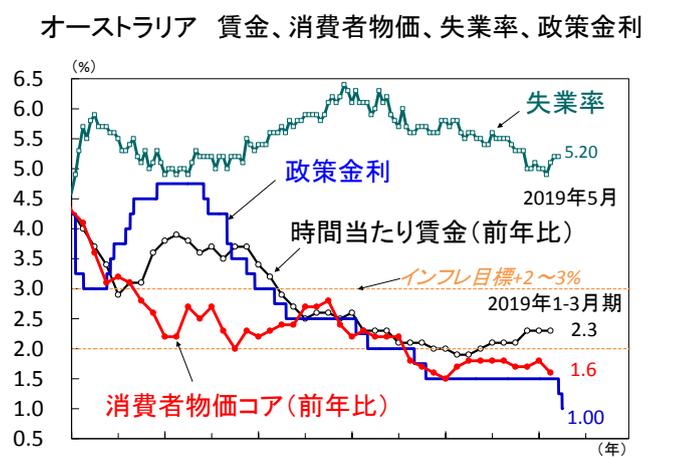
■ 金融市場は追加利下げを織り込む

為替市場では豪中銀の追加利下げ発表を受け、豪ドルは下押しされるもすぐに反発しました。ロウ豪中銀総裁は政策決定会合後に行われた講演で、投資停滞を招いた米中貿易戦争による不透明感に終わりがみえなければ世界的な成長に対するリスクが高まるとし、豪州経済は低水準の借入コスト、商品相場の上昇、通貨安、家計所得の上昇により楽観できる根拠があると述べました。また利下げの影響を見極めるため、今後数ヵ月間は状況を静観すると表明しました。金融市場は今年11月追加利下げの可能性を見込んでおり、豪ドルの上値は重いと考えられます（図3）。他方、米中貿易問題の改善や追加の財政刺激策を受け豪ドルが持ち直す可能性もあるため、当面は豪ドルはもみ合う展開を予想しています。（向吉）

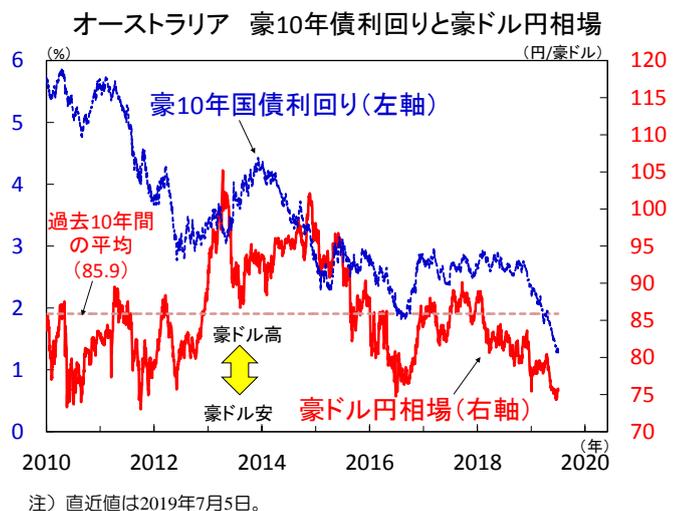
【図1】消費は伸び悩む一方で輸出は堅調



【図2】豪中銀は2ヵ月連続で利下げ



【図3】追加利下げ観測から豪ドルの上値は重い



本資料に関してご留意頂きたい事項

- 本資料は、投資環境等に関する情報提供のために三菱UFJ国際投信が作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。販売会社が投資勧誘に使用することを想定して作成したものではありません。
- 本資料の内容は作成時点のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 本資料は信頼できると判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性等を保証するものではありません。
- 各ページのグラフ・データ等は、過去の実績・状況または作成時点での見通し・分析であり、将来の市場環境の変動や運用状況・成果を示唆・保証するものではありません。また、税金・手数料等を考慮していません。
- 本資料に示す意見等は、特に断りのない限り本資料作成日現在の三菱UFJ国際投信戦略運用部経済調査室の見解です。また、三菱UFJ国際投信が設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。

本資料中で使用している指数について

「日経平均株価」に関する著作権、知的所有権、その他一切の権利は日本経済新聞社に帰属します。

TOPIX（東証株価指数）、東証リート指数に関する知的財産権その他一切の権利は東京証券取引所に帰属します。

ドイツ「DAX®」：本指数は、情報提供を目的としており、売買等を推奨するものではありません。

STOXXリミテッドはストックス・ヨーロッパ600指数に連動する金融商品を推奨、発行、宣伝又は推進を行うものではなく、本金融商品等に関していかなる責任も負うものではありません。

FTSE International Limited(“FTSE”)©FTSE。“FTSE®”はロンドン証券取引所グループ会社の登録商標であり、FTSE International Limitedは許可を得て使用しています。FTSE指数、FTSE格付け、またはその両方におけるすべての権利は、FTSE、そのライセンサー、またはその両方に付与されます。FTSEおよびライセンサーは、FTSE指数、FTSE格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとし、FTSEの書面による同意がない限り、FTSEデータの再配布は禁止します。

MSCI WORLD、MSCI EM、MSCI ACWIに対する著作権およびその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属します。

Markit Economics Limitedの知的財産権およびその他一切の権利はMarkit Economics Limitedに帰属します。



三菱UFJ国際投信

三菱UFJ国際投信株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第404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