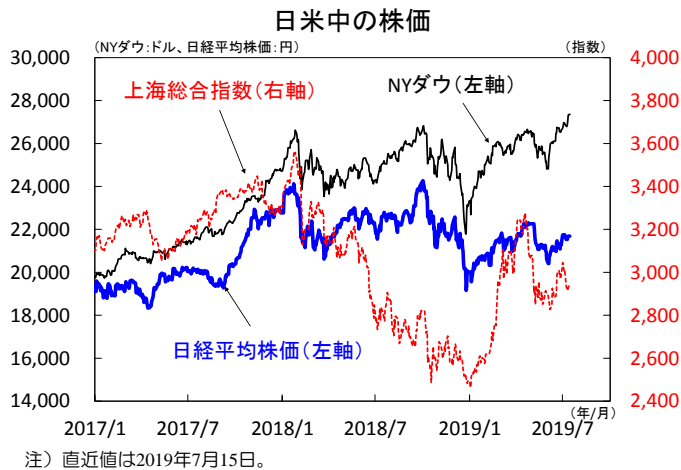


## パウエル米FRB議長の議会証言により今月利下げの確信強まる

## ● 米国株は最高値更新、日本株は戻りを試す



出所) Bloombergより当社経済調査室作成

## ■ 利下げ期待から米国株が最高値更新

先週の主要金融市場は長期金利が上昇するなか米ドルが軟調、株価は米国を除き下落基調となりました。米国株は3指数とも最高値を更新し、好調を維持しました。パウエルFRB(連邦準備理事会)議長の半期定例議会証言における利下げ示唆を受け、7月30-31日FOMC(連邦公開市場委員会)での利下げがほぼ確実視されたことが背景にあります。米国株は予防的利下げを好感し上昇が続いており、その他市場と対照的な動きになっています。

## ■ 行き過ぎた緩和期待が修正される可能性も

ただしFOMCメンバー内では利下げに慎重な意見もあり、良好な雇用環境は続いているため利下げが賃金や物価上昇を加速させるリスクもあります。米国のインフレ期待(BEI)は上昇しており、債券市場では利回り曲線の急勾配化が生じています。また、S&P500の予想PERは18倍台となり割高の領域に入っており、世界経済の減速が続くなかで行き過ぎた緩和期待が株価とファンダメンタルズの乖離を生む可能性には留意する必要があります。

## ■ 米企業の景況感や決算に注目

今週公表される企業景況感が米中貿易戦争の一時休戦により改善しているのか注目されます。改善度合いが今後の米利下げ幅を左右することになるでしょう。また本格化する4-6月期米企業決算は、既に保守的なアナリスト予想が織り込まれているため、予想比で上振れば株価は大きく反応する可能性があります。足元の景気動向を判断する上で、16日の6月米小売売上高、18日の6月日貿易統計の輸出動向、6月豪雇用統計は重要です。(向吉)

## ● 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

## 7/15 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: +4.3
- (中) 4-6月期 実質GDP(前年比)  
1-3月期: +6.4%、4-6月期: +6.2%

## 7/16 火

- ★ (米) パウエルFRB議長 講演
- (米) ボウマンFRB理事 講演
- (米) ポスティック・アトランタ連銀総裁 講演
- (米) エバンス・シカゴ連銀総裁 講演
- ★ (米) 6月 小売売上高(前月比)  
5月: +0.5%、6月: (予) +0.2%
- (米) 7月 NAHB住宅市場指数  
6月: 64、7月: (予) 64
- (米) JPMorgan・チェース・アンド・カンパニー 2019年4-6月期決算発表
- (米) ゴールドマン・サックス・グループ 2019年4-6月期決算発表
- (独) 7月 ZEW景況感指数  
期待 6月: ▲21.1、7月: (予) ▲22.0  
現状 6月: +7.8、7月: (予) +5.0

## 7/17 水

- ★ (米) ベージュブック(地区連銀経済報告)
- (米) 6月 住宅着工・許可件数(着工、年率)  
5月: 126.9万件、6月: (予) 126.0万件
- (米) バンク・オブ・アメリカ 2019年4-6月期決算発表
- (米) アルコア 2019年4-6月期決算発表

## 7/18 木

- ★ (日) 6月 貿易収支(通関ベース、季調値、速報)  
5月: ▲6,091億円、6月: (予) ▲1,409億円
- (米) ポスティック・アトランタ連銀総裁 講演
- (米) ウィリアムズ・ニューヨーク連銀総裁 講演
- ★ (米) 7月 フィラデルフィア連銀製造業景気指数  
6月: +0.3、7月: (予) +5.0
- (米) モルガン・スタンレー 2019年4-6月期決算発表
- (米) マイクロソフト 2019年4-6月期決算発表
- (豪) 6月 雇用統計(失業率)  
5月: 5.2%、6月: (予) 5.2%
- (他) インドネシア 金融政策決定会合  
7日物利ハース・レポレート: 6.0% → (予) 5.75%

## 7/19 金

- (日) 6月 消費者物価(前年比)  
総合 5月: +0.7%、6月: (予) +0.7%  
除く生鮮 5月: +0.8%、6月: (予) +0.6%
- (米) ブラード・セントルイス連銀総裁 講演
- (米) ローゼンブレン・ボストン連銀総裁 講演
- ★ (米) 7月 消費者信頼感指数(ミシガン大学、速報)  
6月: 98.2、7月: (予) 98.4

注) (日)は日本、(米)は米国、(欧)はユーロ圏、(独)はドイツ、(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

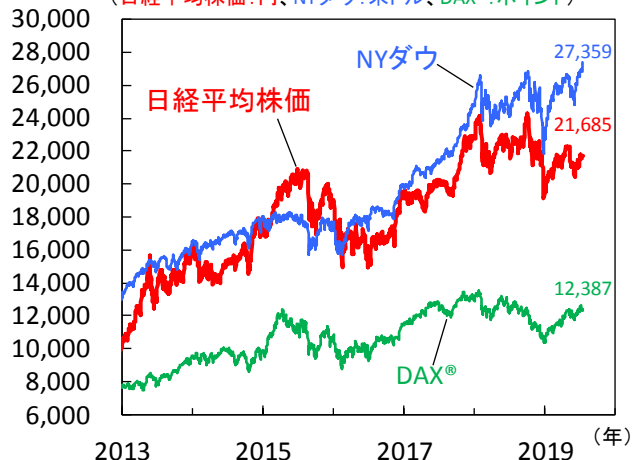
株式		(単位:ポイント)	7月15日	騰落幅	騰落率%
日本	日経平均株価(円)		21,685.90	-60.48	▲0.28
	TOPIX		1,576.31	-16.27	▲1.02
米国	NYダウ(米ドル)		27,359.16	437.04	1.62
	S&P500		3,014.30	23.89	0.80
	ナスダック総合指数		8,258.18	96.39	1.18
欧州	ストックス・ヨーロッパ600		387.75	-2.36	▲0.60
ドイツ	DAX®指数		12,387.34	-181.19	▲1.44
英国	FTSE100指数		7,531.72	-21.42	▲0.28
中国	上海総合指数		2,942.18	-68.87	▲2.29
先進国	MSCI WORLD		1,694.64	4.32	0.26
新興国	MSCI EM		58,168.96	-248.74	▲0.43
リート		(単位:ポイント)	7月15日	騰落幅	騰落率%
先進国	S&P先進国REIT指数		280.79	-0.73	▲0.26
日本	東証REIT指数		1,996.50	9.69	0.49
10年国債利回り		(単位:%)	7月15日	騰落幅	
日本			▲0.120	0.040	
米国			2.090	0.055	
ドイツ			▲0.251	0.112	
フランス			0.012	0.096	
イタリア			1.647	-0.099	
スペイン			0.508	0.185	
英国			0.801	0.063	
カナダ			1.592	0.020	
オーストラリア			1.453	0.171	
為替(対円)		(単位:円)	7月15日	騰落幅	騰落率%
米ドル			107.91	-0.56	▲0.52
ユーロ			121.49	-0.26	▲0.21
英ポンド			135.06	-0.79	▲0.58
カナダドル			82.70	-0.22	▲0.26
オーストラリアドル			75.96	0.25	0.33
ニュージーランドドル			72.50	0.61	0.84
中国人民幣			15.694	-0.064	▲0.41
シンガポールドル			79.571	-0.202	▲0.25
インドネシアルピア(100ルピア)			0.7748	0.0064	0.83
インドルピー			1.5741	-0.0113	▲0.71
トルコリラ			18.874	-0.392	▲2.04
ロシアルーブル			1.7225	0.0227	1.34
南アフリカランド			7.763	0.113	1.47
メキシコペソ			5.687	-0.016	▲0.29
ブラジルリアル			28.721	0.334	1.18
商品		(単位:米ドル)	7月15日	騰落幅	騰落率%
原油	WTI先物(期近物)		59.58	2.07	3.60
金	COMEX先物(期近物)		1,413.50	13.40	0.96

注) MSCI WORLD、MSCI EMは現地通貨、S&P先進国REIT指数は米ドルベース。日本の株式・リート・10年国債利回りの直近値のみ2019年7月12日時点。騰落幅、騰落率ともに2019年7月5日対比。

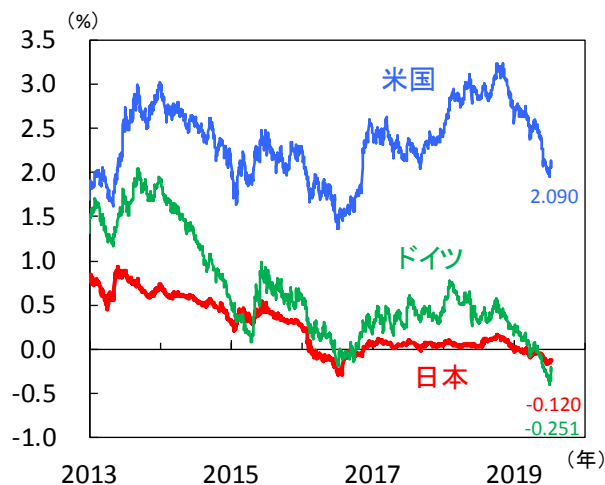
出所) MSCI、Bloombergより当社経済調査室作成

### ● 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15日時点。日経平均株価と日本10年国債利回りのみ同年7月12日時点。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

# 日本 景気の減速懸念が払拭できるか

## ■ 悪化する景況感

6月景気ウォッチャー調査は現状判断DI、先行き判断DIともに概ね横這いとなり、景気判断の境目となる50を引き続き下回りました(図1)。景気動向指数のCI一致指数の改善とは対照的な動きがみられます。家計関連では、好天により夏物商材の動きが堅調となる一方、10連休の反動や週末の悪天候によって、旅行やテーマパークで経済活動の弱さが報告されています。また、企業関連では、米中貿易摩擦による悪影響が多く指摘され、消費増税を控えマインド悪化による受注減や節約志向等の指摘も増えています。米中通商摩擦の収束には時間がかかり先行き不透明感が根強いいため、こうしたマインド悪化が経済活動に与える影響に注意が必要です。

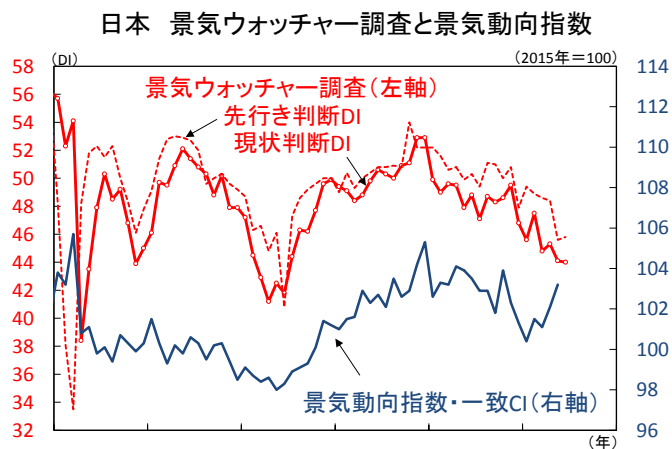
## ■ 中国経済減速の影響は深刻

18日公表の6月貿易統計は輸出入ともに前年比のマイナス幅が縮小し、貿易収支は改善する見通しです。6月上中旬分の貿易統計では、輸出は前年比▲4.2%(5月上中旬は同▲13.4%)と4カ月連続で前年割れ、輸入は同+0.4%(同+1.3%)と4カ月連続で前年水準を上回りました。6月の実質輸出は前月比で大幅増、実質輸入は大幅減が見込まれ、どちらも前月の増減の反動要因が大きいといえます。四半期に均せば4-6月期の実質輸出は1-3月期の減少に対して小幅増に転じるとみられます。ただ、世界景気の回復は鈍く、輸出は下落基調を脱していないと考えられます。また、輸出回復には中国景気の明確な持ち直しが鍵を握るとみています(図2)。中国におけるインフラ投資など景気刺激策の効果が日本の輸出へ波及すると見通しが強まれば、日本株への資金シフトのきっかけとなり得るため、中国景気の回復が期待されます。

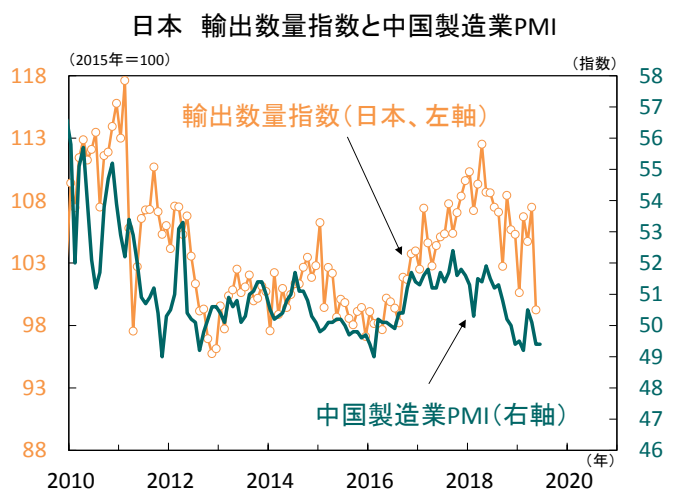
## ■ 業績悪化懸念は解消されず

先週の日経平均株価は週間で▲0.3%と6週ぶりに下落しました。米利下げ期待が下支え要因となるも安川電機の大減益など業績不安が響きました。4-6月期決算を前に予想EPS(一株当たり利益)の下方修正が続いており、決算は厳しい内容となりそうです(図3)。TOPIXのリビジョン・インデックスは▲20%pt台と改善の兆しはみえず、業績不安は依然として強いといえます。業種別にみると内需関連は改善していますが、外需関連の悪化が目立ちます。米中経済の減速懸念や貿易摩擦の激化懸念が影響していると考えられます。リスク選好姿勢の回復で主要国の株価が上昇するも、業績不安で日本株は出遅れています。決算発表後に業績予想の回復傾向がみえてくれば株価の上値は軽くなるとみています。(向吉)

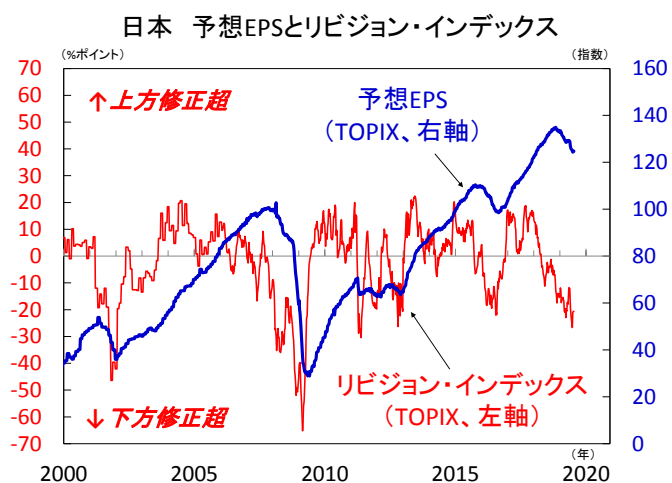
【図1】 景況感の悪化が鮮明



【図2】 中国景気の減速が輸出に影響



【図3】 企業業績不安は根強い



# 米国 6月のトラウマと期待に縛られるFRB。長期金利は来年初にかけ低下へ

## ■ 長期金利は今後も低下を予想

先週のS&P500株価指数の騰落率は+0.8%、パウエルFRB（連邦準備理事会）議長が議会証言にて利下げ姿勢を強調したことから幅広い銘柄に買いが入り、遂に12日には終値ベースで3,000ポイントと大台を超えました。

先週は、前の週に発表された雇用統計が予想を上回る好調な結果だったことから、それまで利下げをする気満々だった議長の「心変わり」が心配されていました。しかし、議長は一つのデータでは判断せずと市場の杞憂を一蹴、安心感を与え高値更新の原動力となりました。

こうした中、先週は10年国債利回りは2.09%と上昇、株高の中での金利**上昇**という、教科書的な展開でした。

メモ:債券の教科書では、お金の値段である金利は、モノの値段である物価とバランスするよう、金融政策が天秤の支点を調節するとあります(図1)。図中の「中立」は物価を加速も減速もさせない丁度良いとの意味合いです。景気が良いと物価も上昇、バランスを保つよう金利も上昇します。モノの値段を株価と置き換えれば、株価が上がると景気が加速し金利も上昇、と解釈できます。

しかし、6月終盤までは株高の中での金利**低下**、つまり教科書とは逆でした。ではこの先はどうでしょうか？

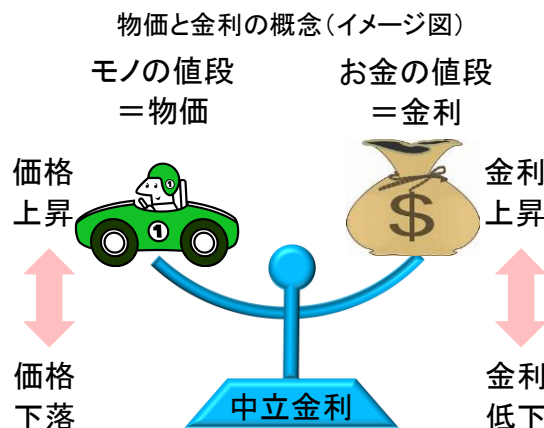
我々は株高の中、10年国債利回りは短期的な利益確定売りに伴う金利上昇を伴いつつも徐々に金利の上値を切り下げ、来年初には1.5%近傍に達するとみています。そしてこの金利低下の恩恵は、国債はもとより株式や低格付高利回り社債等のリスク資産に広がるとみています。

そもそも今年4月以降、金利低下を予想する米国の債券投資家の数は過去5年で最大でした(図2緑面グラフ)。しかし6月、金利低下を見通す投資家は一転して減少はじめます。利益確定売りを急いだ債券投資家は多かったと推察されますが、それにも関わらず10年国債利回りは下げ止まらず、2.0%を割れました(6月のトラウマ)。足元債券投資家の金利予測は上昇方向、しかし6月のトラウマは債券売り(金利上昇)を躊躇させるとみています。

もうひとつの理由は、「景気**持続**のために金融政策を使う」というパウエルFRB議長の発言です。「持続」には「期待」が必要です。FRBは実体景気と(市場の)期待により動くと自らを縛った、と我々はみています。

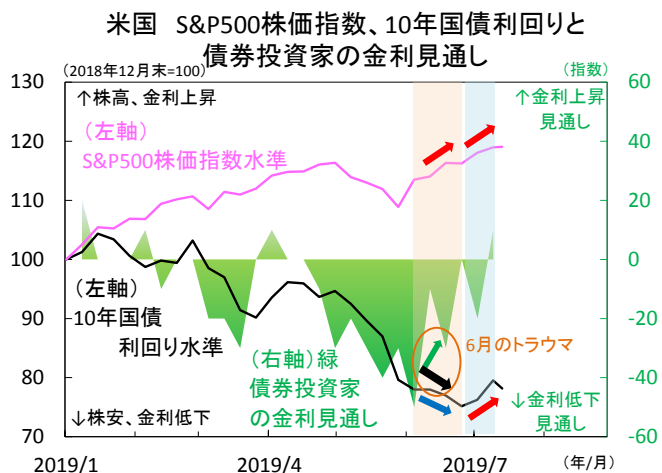
一方、市場の金利上昇期待(将来の物価や企業デフォルトなどリスクプレミアムの上昇等)は、我々の見通しに対するリスクです。しかし目下のところ、我々の見通しを脅かす水準ではないようです(図3)。(徳岡)

【図1】金利低下と株高具現のため、中銀が実施する政策は？



出所) 各種資料より当社経済調査室作成

【図2】債券投資家は6月のトラウマに縛られる

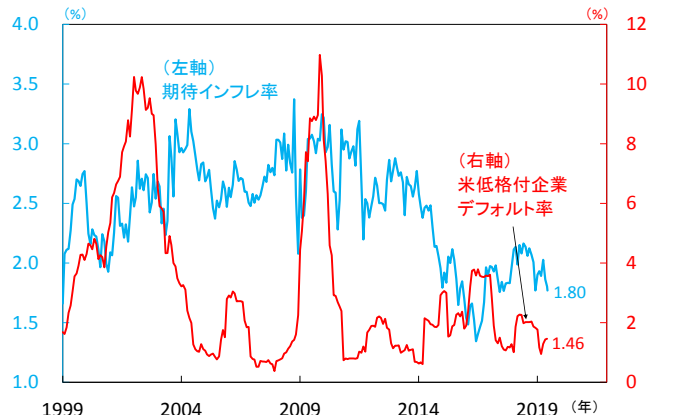


注) S&P500と10年国債利回りは、2018年12月末の水準を100として当社経済調査室が指数化。共に直近値は2019年7月16日。債券投資家の金利見通しはJPモルガンチェース銀行による債券投資家調査 (All Client) のネットロング水準を表示。直近値は2019年7月12日。

出所) JPモルガンチェース、Bloombergより当社経済調査室作成

【図3】市場の金利上昇期待醸成

目下その蓋然性は低い  
米国 期待インフレ率と低格付企業デフォルト率



注) 期待インフレ率は5年後5年ブレイク・イーブン・インフレーション・レート(市場が期待する5年後スタートの5年インフレ率)。直近値は2019年7月5日。米低格付企業デフォルト率はJPモルガンチェースの米国ハイイールドドインデックス構成企業を対象(ドルベース)。直近値は2019年6月。

出所) JPモルガンチェース、FRB、Bloombergより当社経済調査室作成

## 欧州 先行き悲観は強まるも、ECBは追加緩和を急ぐ状況には至らず

### ■ 再度強まるユーロ圏景気への先行き悲観

ユーロ圏経済に対する域内投資家の悲観姿勢は再度強まっています。8日に公表の7月ユーロ圏投資家センチメント指数は▲5.8と、低下に反転した先月（同▲3.3）から一段と悪化（図1）。ドイツ景気に対する同指数は▲4.8と2010年以来の低水準に沈み、改めて同国主導でのユーロ圏景気悪化に対する懸念の強まりを示しました。

また、欧州委員会も、10日公表の2019年夏季経済見通しにて、ユーロ圏外需を巡る不透明感が生産や投資に対する企業姿勢の慎重化をもたらし、金融市場心理をも冷めていると指摘。ドイツやユーロ圏の2020年成長率を小幅に下方修正しました。さらに、牽引役のドイツを中心とした域内製造業の弱さが続けば、雇用や消費にも悪影響を及ぼし、成長率の一層の低下に繋がる可能性をも強く懸念。依然として同国の製造業動向が注視されます。

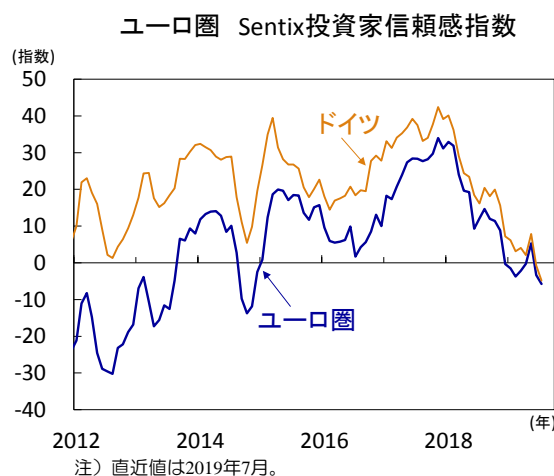
### ■ 5月生産活動では独仏に明暗、ドイツの弱さが改めて露呈

先週公表されたユーロ圏や主要国の5月鉱工業生産では、フランスやスペインの堅調さ継続が示された一方、ドイツやイタリアの苦境を改めて反映する結果となりました（図2）。フランスの5月鉱工業生産は前月比+2.1%と予想（同+0.2%）を大きく上振れ。米ボーイング社の墜落事故の影響も一因に航空機生産が強く回復し、エネルギー生産も好調でした。一方、ドイツの5月鉱工業生産は前月比+0.3%と、急減した前月（同▲2.0%）からやや回復も事前予想を下振れ。5月製造業受注では、主力産業の自動車をはじめ、輸出向け資本財の受注急減が示されており、先行きも楽観できない状況が続く見込みです。

### ■ ECBの追加緩和は必至の様相、家計の期待インフレが導入時期を左右か

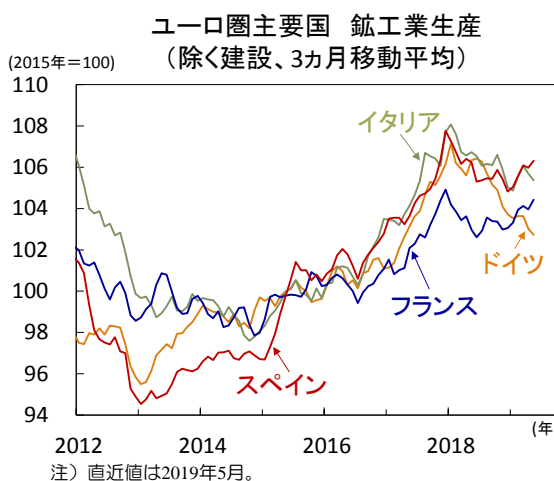
11日公表のECB（欧州中央銀行）6月議事要旨では、先行き不透明感が更に強まる可能性やインフレ圧力への影響を踏まえて、金融政策を更に緩和する用意があるとの見解が改めて示されました。足元でも外需環境や域内景気を巡る不確実性が高まり続ける中、ECBによる追加緩和は必至と見られ、焦点は導入時期に移っています。議事要旨の発表に先立ち、クーレECB理事は物価基調を判断するにあたり、ドラギECB総裁と同様、サーベイベースのインフレ期待を重視する意向を示唆しました。域内家計の6月インフレ期待は5月に大きく反発したのち同水準を概ね維持（図3）。次回7月理事会での早急な追加緩和策導入を促す状況には至っておらず、当面は同インフレ期待の行方を見極める展開が続く見込みです。（吉永）

【図1】ユーロ圏 投資家センチメントの悪化が継続



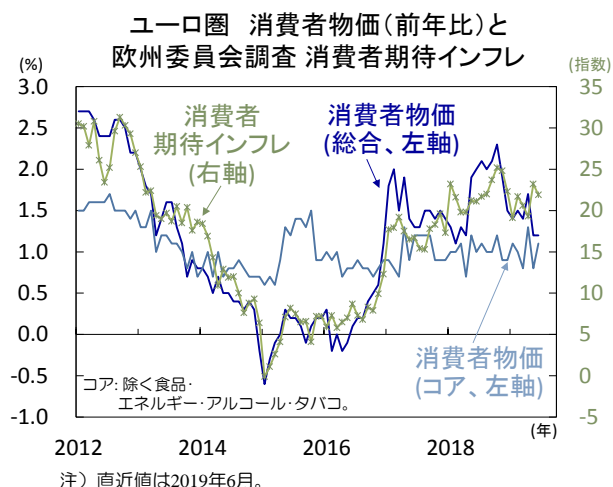
出所) Sentixより当社経済調査室作成

【図2】フランス・スペインの生産活動は回復基調も 際立つドイツ・イタリアの不調



出所) Eurostat (欧州統計局)より当社経済調査室作成

【図3】家計の期待インフレは急低下にまで至っておらず



出所) Eurostat、EC (欧州委員会)より当社経済調査室作成

## ブラジル 年金改革で大きな前進、今後は利下げでリスク選好の継続に期待

### ■ 賛成は379票で必要数の308票を大幅上回る

注目されていた年金制度改革法案は7月10日に下院で可決されました。賛成票は379票と、可決に必要であった308票（総議席数513の5分の3）を大幅に上回っており、下院での再採決、続く上院での2回の採決も、無難に可決し、年内に法案が成立するとの期待が高まっています。

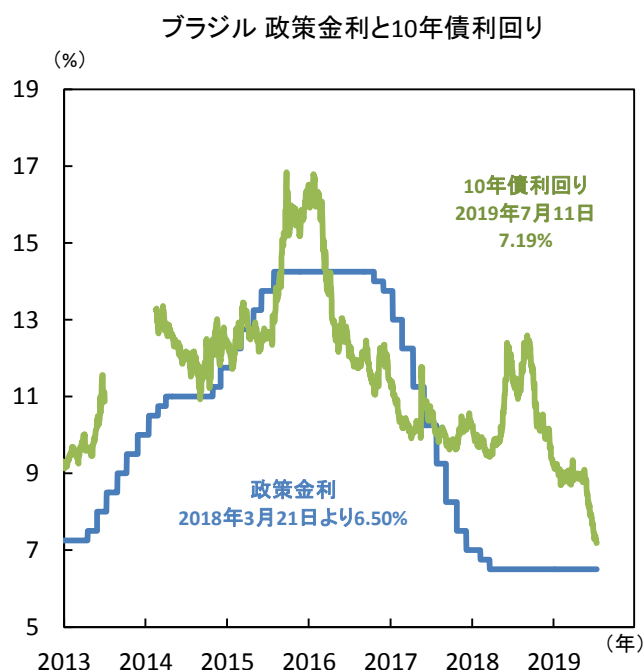
### ■ 6月後半からの株高・債券高は継続の見込み

年金制度改革進展への期待により、ボブスバ指数は6月19日に100,000ptを突破（図1）、ブラジル10年債利回りは6月13日に8%割れ（図2）と、6月後半から株高・債券高となりました。今回の可決で、不透明感が後退し、さらなるブラジル資産市場への資金流入が期待されます。

### ■ 景気は悪化するも、金融緩和策に期待

ブラジル中銀は2019年の成長率見通しを3月の+2.0%から6月に+0.8%へ引き下げるなど、景気悪化懸念が高まっています（図3）。年金改革への不透明感が後退したことにより、今後は景気刺激策の利下げが期待されます。足元の相場展開はやや期待先行の不安定な面もありますが、中銀の利下げにより景気回復に向かえば、より安定感のある株高・債券高に繋がるとみえています。（永峯）

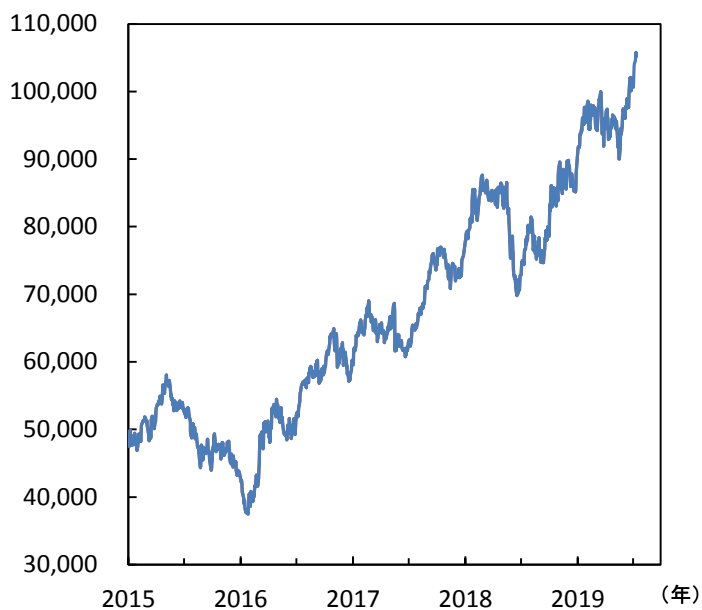
【図2】 10年債利回りは6月13日に8%割れ、  
中銀は金利据置きから利下げに転じる見込み



注) 10年債利回りはデータの制約上、一部不連続。  
直近値は2019年7月11日。

出所) ブラジル中銀、Bloombergより当社経済調査室作成

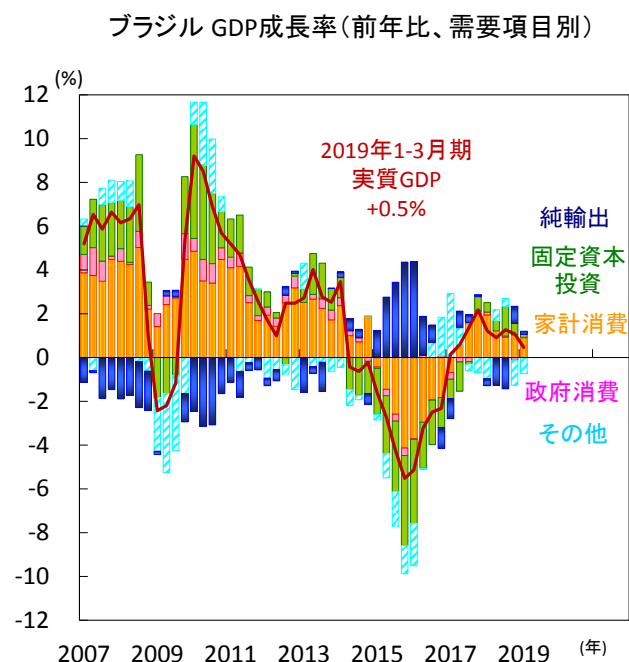
【図1】 年金改革期待で6月19日に  
100,000の大台を突破し最高値へ  
ブラジル ボブスバ指数



注) 直近値は2019年7月11日。

出所) Bloombergより当社経済調査室作成

【図3】 中銀は2019年の成長率予想を0.8%へ下方修正、  
足元の成長率も鈍化基調



出所) ブラジル地理統計院より当社経済調査室作成



## 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REIT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ส์・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。

S&P先進国REIT指数はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックス（S&P DJI）の商品であり、これを利用するライセンスが三菱UFJ国際投信株式会社に付与されています。S&P DJIは、S&P先進国REIT指数の誤り、欠落、または中断に対して一切の責任を負いません。

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