

マクロ経済見通し 2019: 量的緩和が終了するので、世界の景 気サイクルは転換するだろうか？



リサーチ&投資戦略チーム

目次

量的緩和が終了するので、世界の景気サイクルは転換するだろうか？

ローラン・クラベル、マキシム・アリミ

3

QE (量的金融緩和政策): 大規模な緩和解消が始動

リサーチ& 投資戦略およびマルチ・アセット投資

6

米国概要: 追いつくのが遅い

ディビッド・ページ

10

暗雲がかかっている: ECBは傘を後ろに引かないだろう

アポリヌ・メニュ、アレクサンドロ・テントリ

14

ブレグジットが迫る: 計画をして備えよ

ディビッド・ページ

18

日本: 消費はやや少なく、アクションはやや多く

ローラン・クラベル、木村龍太郎

21

中国: 綱渡りしながら

ヤオ・アイダン

24

新興市場の経済の弾力性: 一種のマジック

イリナ・トパーセリー、シャーリー・シェン

28

予測概要

32

2019年イベントカレンダー

34

略語表

35

マクロ経済見通し2019: 量的緩和が終了するので、 世界の景気サイクルは転換するだろうか？

ローラン・クラベル、マキシム・アリミ



- 当社予測では、米国は2019年に循環的な減速に入る一方で、Fedは3%-3.25%で利上げサイクルを終了するだろう。
- ユーロ圏はすでに景気が減速しつつあり、当社の観測では、欧州の政策はリスクが下方に偏っている。欧州中央銀行は慎重で、少なくとも9月までは金利を現状に据え置くであろう。
- 当社は、リスク性資産に対する楽観的な見通しを弱め、2019年を通じて株式の組み入れをニュートラルに戻す。
- 当社の予測では、独ブンドの利回りは引き続き0.2%-0.7%のレンジで動き、米トレジャリーは3.25%を超えることもある。

景気サイクルの最後の一周

米国は、2018年には2006年以降で最大の2.9%の成長を遂げたようだ。この勢いの幾分かは、大幅で循環を促す財政拡大によって下支えされて、今後しばらくは続くと思われる。しかし、財政効果の消滅や厳しい貿易政策、そして当社の見方では最も重要である金融状況の引き締め進展を含む逆風が集まってきている。この逆風によって、伝統的な循環的減速が起こり、2019年には2.3%成長になる。

2020年は、現在のコンセンサス予測やFOMCの示唆ではソフトランディングするが、当社の見方では、急激な減速のほうが歴史的には普通だ。確かに、減速に直面した経済は典型的には、信頼感の低下、消費と投資の減少、また在庫の急激な整理というひどい循環を展開する。当社の認識では、景気後退の正確なタイミングを予想することは非常に難しいものの、当社の2020年予想では、米国の成長が潜在成長力を下回り、1.4%になると見ている。

したがって、当社の予想では、米Fedは市場が予測している12月と来年3回の利上げの後、2019年末までに3%-3.25%にして、利上げサイクルを終了するだろう。2020年終盤には、当社は、Fedがギアを逆に入れて、緩和局面入りすると予測している。

欧州の冴えない回復力と政治的行き詰まり

政策的な失敗が主な原因だが、ユーロ圏は今回の循環的な景気拡大の中でおよそ2年ほど停滞しながら、残念ながらすでに減速し始めている。一年前に、各種ビジネス統計は経済活動が加速すると示唆していたが、現在では2018年に大きな失望を味わってユーロ圏の成長は2017年の2.5%に対して1.9%に終わると思われる。さらに先を見ると、当社の予想では、ユーロ圏の成長率は2019年に1.4%に、その後2020年には1.2%にまで低下する。消費と建設は比較的堅調さを保つと思われる一方、業況感が低下（企業の融資需要は2014年初頭以来最低）し、収益性が低下する中で企業投資は軟調になる。もっとも重要なことは、外需、特に米国や中国の減速や、競争力の低下、適正に順調な輸入によって、純貿易が成長の重しになると思われる。

しかし、この冴えない回復力でも、ECBが預金利率を2020年春までに0%に引き上げるには十分であることがわかるだろう。インフレ率が目標値からは無視できぬほどに離れていても、当社予測では、マイナス金利政策の副作用がその効果を徐々に打ち消し始めているとして、この動きは引き締めではなく正常化として表されるであろう。また、当社は2019年上半年にT-LTROが実施されると予測している。

“
既に灰色がかった見通しにもかかわらず、当社の見方では、欧州の政治はリスクが下方に偏っている”

むしろ、既に灰色がかった見通しにもかかわらず、当社の見方では、欧州の政治はリスクが下方に偏っている。まず、イタリアの予算問題はまだ続いていて、財政的に波及するリスクが定着してしまう可能性がある。当社が予想したとおり、欧州委員会は過剰財政赤字手続きの開始を示唆している。もし当社のマクロ経済評価が正しければ、成長の軟化は公的債務を上昇トレンドに転じさせることになる。第二に、英国のメイ首相は、11月14日に欧州委員会と離脱合意に達した一方で、離脱推進派や北アイルランド民主統一党、および労働党は反対を表明し、英国議会が合意を12月に否決するリスクが高い。英国の政治リスクは目に見えて高く、当社は、合意なきブレグジットの可能性が高いことに注意している。最後に、米国政府は保護主義的攻撃を中国に向けて限定的に行っているが、EUの自動車セクターを対象とした関税を2019年に発動する可能性がある。

中国は綱渡りしながら、新興市場では地域のトレンドや地域内のトレンドが乖離してきた

2018年では、米中の貿易紛争の影響が市場ショックから成長ショックに転換してきた。当社の基本シナリオでは、中国製品2500億ドル分を対象に関税率は来年10%から25%に引き上げられる。この保護主義の拡大は、当社が2019年の中国について予想する景気減速の主な原動力だ（今年の6.6%から6.1%へ）。貿易の影響は、家計や民間企業に対する支援に焦点を絞りながら北京による「慎重な」緩和政策によって幾分か和らげられるだろう。

対外環境の構造的な変化を考えると、当社の予想では、中国の政策担当者は知的財産保護を強化し、金融市場を自由化し、經常収支を開放し、また、企業セクターを改革しながら構造改革を有言実行するだろう。こうした変革（当社の予想では、1993年以来中国の年間經常収支が初めて赤字になる）は長期的には有益で、2019年には米国との緊張を和らげる助けになるだろう。

しばらくの間、新興市場は世界の資金調達条件の引き締め（ドル高と米国債利回りの上昇）に苦しみ、大量の資本流出によって悪化していた。しかしまだ、経済成長はむしろ回復力を示している。そして、米国貿易戦争の誇張や通貨ショック、さらなる引き締めがすべて2019年の新興市場成長を制限してしまう一方で、当社予想では、内需は比較的回復力を維持して、貿易量の軟調から来る圧力を幾分か和らげるだろう。特に、ブラジルやインドのような新興市場の大国でこれまで抑圧されてきた需要が新興市場のGDPを4.6%にするだろう。しかし、この全般的な回復力は、景気後退に陥るアルゼンチンやトルコに対し大きく加速するブラジルのように、乖離していく地域や地域内の成長トレンドを隠している。

資産配分：ギアを下げる

2018年は投資家にとってイライラの積もる年だった。世界の大半で公正な経済状況と強い企業業績にもかかわらず、世界の市場はパフォーマンスが冴えなかった。この執筆時には、すべての主要な流動性資産クラスは、年初来リターンがマイナスになっている。当社の2018年見通しでこうしたパフォーマンスについて取り上げた説明は、量的緩和の波が逆流し始め、資産価格に下落圧力をかけ、相関性を高める圧力をかけるということだった。そして、2018年下半年以降、中央銀行が保有する資産のストックは減り始め、この解消が始まり、今後数年も続くことになるだろう。

この見方が正しければ、2019年は2018年のように困難な年になるだろうが、このことが、当社が資産配分のリスクを変更してギアを下げる理由である。当社は、リスク資産に対し楽観的な見方を弱めて、2019年を通じて株式をニュートラルにしようとしている。現在のところ、当社は、クレジットのアンダーウェイトを維持し、キャッシュと国債をニュートラルに据え置く。

ECBの慎重なスタンスや引き続き目標に達しないインフレ（安定的なブレイクイーブン）、イタリアで高まる政治的リスクの結果として、ブンドの利回りは0.2%-0.7%のレンジ内の動きを続けるであろう。イタリアの状況は悪化しており、当社の予測では、イタリア国債の利回りは上昇して、4%を超えるだろう。米国では、特にもっとマクロ経済の減速がはっきりとする場合の分散先として、3.25%超えの国債利回りには価値がある。クレジットスプレッドは、多くのマクロ経済の逆風やあまり優位ではない流動性状況のために、2019年には拡大圧力を受け続ける。特に、当社が懸念しているのは、投資適格債券の中のBBB格の高い市場シェアであり、ハイイールドに格下げされる恐れが増している。

株式に目を転じると、経済活動の鈍化という当社の基本シナリオでは、売り上げの伸びが悪化し、収益率は強まる圧力に苦しむと予想される。当社予想のEPS成長率は7%近くになる。それにもかかわらず、ボラティリティが高まり、投資家のセンチメントが弱まるために、過剰流動性が減少し、米国の短期金利が上昇し、おそらく株式のリスクプレミアムが高まるなど、すべてはPER拡大にはあまり余地がないことを示している。



QE（量的金融緩和政策）： 大規模な緩和解消が始動

リサーチ& 投資戦略およびマルチ・アセット投資



•QE（量的金融緩和政策）の潮目は逆転している。資産価格を下げる方向に、また相関関係を上昇させるように圧力をかけている。

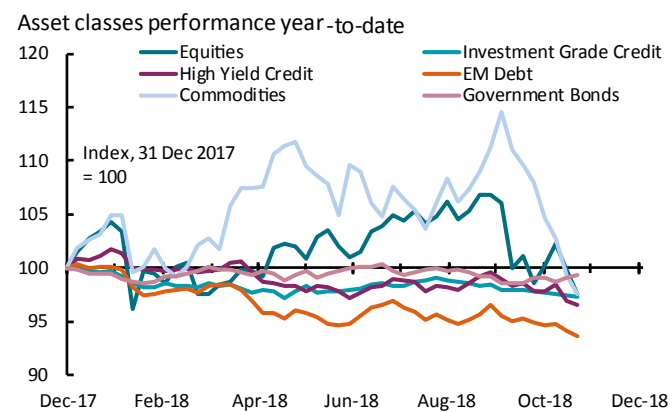
•当社は、リスク性資産に対しては強気の見方を弱めており、2019年にわたり、株式の組入れを下げたニュートラルにすることを旨とする。

•当社は、ブンド（ドイツ10年国債）の利回りが、2019年に0.2-0.7%を上回ることは期待していない。当社は、3.25%超えのトレジャリー（米国10年国債）には価値があると見ています。

もはや後には引けない年

2018年は、投資家にとってイライラの溜まる年である。適正な経済的背景と、世界の大半で、大きく業績が伸びたにもかかわらず、世界の金融市場のパフォーマンスは鈍いものであった。こちらのレポートを書いている時点で、ほとんどの主要な流動性資産クラスは、現在までに、トータル・リターンがマイナスになっている(図1)。これらは現地通貨建てでの表記だが、春以来米ドルに対してユーロ安になっているので、それを楽しむ世界中のユーロの投資家にとってはリターンは若干よい。これまでのところ、最大の変動を経験しているのはコモディティ市場である。この市場は、原油価格により金融投資が高騰している恩恵を受けていたが、10月に高騰は突然終焉した。

図 1: 隠れるところはどこにもない



出所: JPモルガン、バンクオブアメリカ・メルリリンチ、パークレイ、GSCI and AXA IM R&IS の計算による
注: 現地通貨建てで記したグローバル指標

逆説的であるが、この振るわない市場のパフォーマンスは、ファンダメンタルが大きく改善している時に起こっている。2018年（暦年）の企業収益は、米国では24%、ユーロ圏は5%、新興国は19%の増益であった。今年の教訓は、2017年に経験したマーケットの上昇はおそらく、2018年の成長を価格に織り込む動きであった一方で、2019年のそれほど楽観的ではないニュースを予見していたのかもしれない。

量的緩和の潮目

別の説明、および2018年の見通しで強調したテーマは、QEの終焉が潮目の反転として、すべての資産価格を下げる方向へプレッシャーをかけることである。多数の要因が、この方向を示している。

まず最初に、2018年では、バリュエーションは国債であれ、クレジットであれ、株式であれすべての主要な資産クラスを通して、悪化している。結果として、債券と株式の間で分散があまり働かなくなり、これは、リスクオンとリスクオフのアセット間の単純なスイッチだけではない何かが、市場を動かし始めていることを示唆している。第二に、休火山であったボラティリティが目覚め始めている。2月の市場の動きは、ボラティリティが発生していることをはっきりと描いている一方で、徐々に、だが継続して、10月初旬以来シカゴ・オプション取引所の恐怖指数が明らかに増加している。

2018年を通しての展開は、QEを世界の中央銀行によって現在保有されている資産のストックとして見られるべきであるという考えを支持している。このように、今年になって初めてQEが解消され始め、2019年はその解消プロセスの2年目となるであろう。

低いリターンを受け入れる

もしこれが正しければ、2019年は、2018年と同様に困難な年になるかもしれない。量的引き締めを推し進めると、予想リターンは通常より低く、相関性はより高くなるかもしれない。高めのパフォーマンスを勝ち取る方法としては、低めのリターンを受け入れ、リスクの上昇を抑えるのが賢明であるかもしれない。

この見方は、資産配分のギアを一段下げるといふ当社の決断を下支えするものである。リスク性資産に対しては、当社は強気の見方を弱め、2019年を通して、株の組み入れを下げたニュートラルにすることを目指している。またクレジットに対しても、アンダーウェイトのポジションを保持し、キャッシュと国債をニュートラルに維持する。

金利—金融政策の乖離は継続傾向

米FedとECB間の政策乖離は、過去3年間の金利市場の主要な原動力であった。当社は、この傾向は2019年も継続し、Fedが市場の予想以上に利上げをあつ3回行い2.75%から3.0%にするつもりである。一方で、ECBは、現行の成長の減速を考慮して、利上げを2020年に延期するかもしれないリスクがある。ユーロ圏翌日物平均金利（Eonia）のカーブは、現在、2020年の2月ごろに最初の15bpsの利上げが行われることを織り込んでいる。

トレジャリーは均衡水準に到達する

利回りのカーブを見ると、トレジャリーの名目利回りにおける今年度の70bp上昇のうち、95%はほとんどすべて実質利回りの動きに

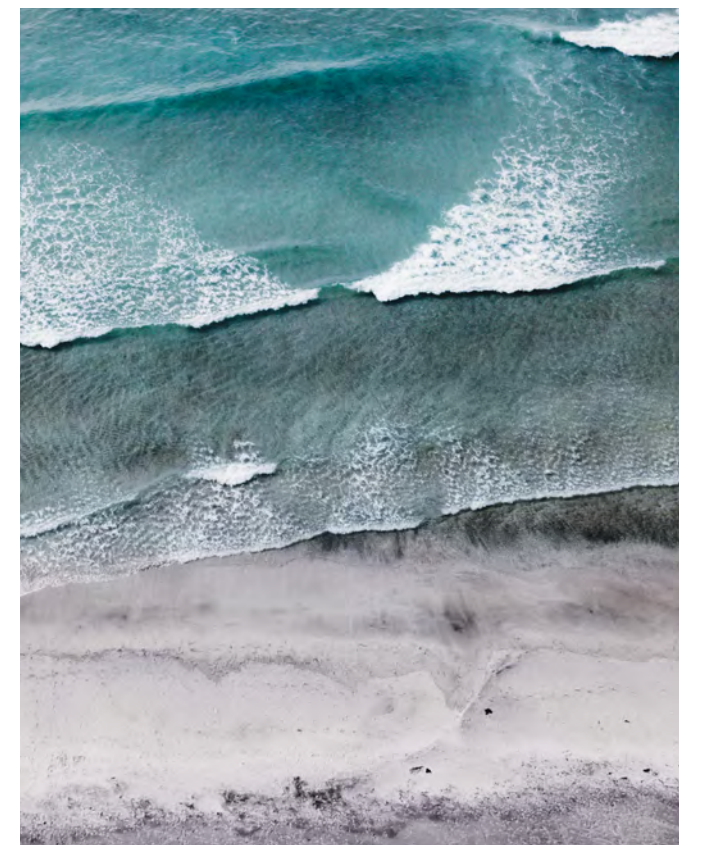
よる。インフレーション期待は相場への影響にはほとんど寄与していない（米国ではその影響は約5%）。このテーマはまた、2019年も引き続きと見ている。完全雇用の状況で動いている現行の経済では、インフレーションというサプライズは、依然として発生する可能性がある。しかし、当社はそのようなサプライズが起こる可能性はこの段階では小さいものに留まると考える。当社は、3.25%を上回るトレジャリーの利回りには価値があると見ている。

ブンドはレンジ内に留まる

それでも、欧州の金利はまったく異なるストーリーである。欧州地域に渡って広がる不均一性や波及の兆候が周辺市場の債券市場や銀行のセクターにも現れている。ECBの戦略は、イタリアの政治的不安定が継続する限り、慎重さ、忍耐、現状維持といった傾向が続くだろう。

ECBの慎重な姿勢（金融政策とタームプレミアムを極めて限定的な正常化）とインフレーションの失望（安定したブレイクイブ）、イタリア（政治的リスク・プレミアム）の結果、ブンドの利回りは引き続き上限が定められ、レンジ内で上下し続けるのに留まり、フランスのOATの金利を引き留めることになる。また、2019年にコア・インフレの変動がないという状況と、昨今の原油価格調整の後では、インフレーション期待が高く動く余地はほとんどないと見ている。

これは、ユーロ圏の中核国と周辺国の債券、及びブレイクイブンをニュートラルにすることを示唆している。当社予測では、ブンドの利回りは、2019年に0.2%-0.7%の範囲を外れることはないであろう。

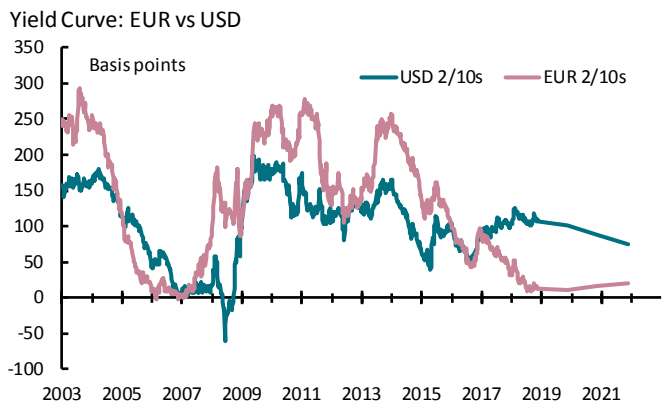


利回り曲線の影響

米国のカーブは、フォワードレート(図2)で示唆されているように、「逆イールド」水準近く取引が続く可能性が高い。これは当社の考えでは、金利方針がより積極的な場合のみ、カーブを逆イールドに深く傾け、米国経済に明らかな減速の合図を送ることになる。リスク(米国と中国との貿易戦争、欧州の政治、中国の経済成長に対する潜在的な懸念を含む)およびブンド利回りの上昇の限界が、米国長期債の上限を決める材料になろう。しかしながら、トレジャリーの猛烈な発行ペースは、利回りの下落にも制限をかけるはずである。概して、当社は、マクロ経済の減速がもっと明白になる場合の分散手段としての意味合いも含めて、米国10年国債に対してロング・ポジションを維持する。

ユーロ債のカーブは、金利予測、政治的喧噪と市場の状況などが複雑に絡み合い動かされているようだ。金利のボラティリティが低い環境では、ユーロのフォワード金利状況は、2019年にキャリアを取りたい投資家を引きつけやすく、フォワードに示唆されるイールドカーブのフラット化を妨げられると思われる。しかしながら、市場の状況は諸刃の剣で、急な状況変化があった場合には、かなりのボラティリティをもたらす可能性がある。

図 2: 米ドルとユーロのイールドカーブ&フォワード金利



出所: ブルームバーグと AXA IM R&ISによる計算

イタリアの状況は悪化し、財政は厳しい状態になっており、軟調な業況感が成長に重くのしかかり、財政刺激策の効果を殺している。公的債務の比率は、財政赤字が3%の節目を超えて上昇すると、さらに増加する可能性もあり、その場合は、イタリア政府と欧州委員会との対立がさらに厳しくなるだろう。この状況で、イタリアの10年国債利回りは上昇し、4%を上回ると予想している。

クレジット - ベアとのダンス

現在の市場の調整は、クレジット投資家には、考える時間を与えている。重要な問いは、クレジットサイクルがついに転換したのか否か、あるいは、市場が単にまだエアポケットにもう一度入ったのかどうかを見極めることだ。

米国債とハイイールドのスプレッドは、たとえば、10月には維持が難しいほどにタイトになったスプレッドの変動レンジから外れ、11月にはさらにワイドニングしている。しかしこうした動き



は、米国Fedによる利上げサイクルの時にクレジットスプレッドがたどる過去の状況と同様の動きに収まっている。同じ歴史的な標準によれば、クレジットサイクルの本当の転換は、1年以上先になる可能性がある。このことは、2021年の景気後退リスクを伴う2020年の米国の成長減速という当社のマクロ的観点と一致する。

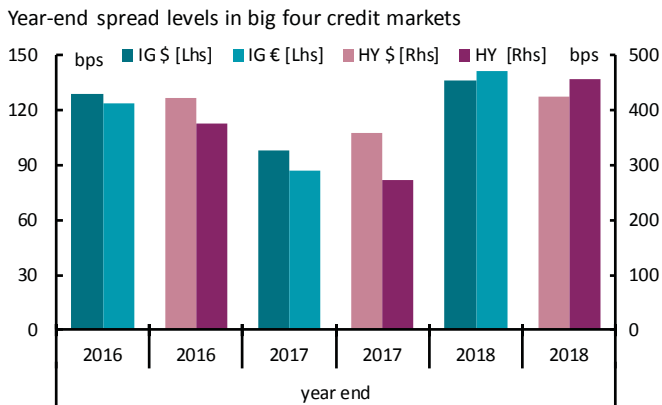
サイクルに時間がかかるにもかかわらず、クレジットスプレッドは、2019年には引き続きワイドニングのプレッシャーがかかりそうである。これは、多くのマクロ的な逆風と、需給があまり良くなることが背景である。しかし、クレジットのバリュエーションは、クレジットスプレッドがワイドニングすれば必然的に改善することを考慮すれば、2018年末に向かいワイドニングすればするほど、2019年が下げ相場であるという議論はますます根拠が脆弱になる。当社の事実認識では、クレジットスプレッドは、2017年のスプレッドラリーの後にワイドニングして、すでに2016年の末に見た水準を超えている(図3)。

現在のサイクルでのクレジット市場のアキレス腱は、BBB格クレジットの市場割合が記録的な高水準にあり、これはハイイールドに格下げされる見通しを高めている。この問題は米国でより顕著であり、大型の買収により、投資適格企業の何社かは、投資適格基準を超える財務レバレッジの水準のままになっている。これは、レバレッジを削減し次の2~3年の間にハイイールド債に格下げされることを避ける為には、収益が高いかどうかに大きく左右されているということである。

一方で、ユーロ圏のクレジット市場は、経済と政治の不確実性の広がり直面している。企業はクレジットのファンダメンタルがしっかりしているだけでなく、イタリアの予算問題が波及して2018年のクレジット市場がアンダーパフォームしたことによって、2019年にはアウトパフォーマンスが広がる可能性がある。特に、ECBが金融支援政策を延長するというシナリオにおいては妥当であろう。

各格付けに渡って、スプレッドがワイドニングし、ハイイールド債は適格債よりもスプレッドキャリアが大きく、デューレーションが短い為に、投資適格よりもアウトパフォーマンスを続けるはずである。この予測へのリスクはリスクオフの状況が長引くことだが、その場合、国債の利回りが更に低下し、投資適格債のリターンが上昇する。

図3:スプレッドは、2016年末よりワイドニングして2018年を終える。



出所: インターコンチネンタル取引所 (ICE)、ブルームバーグ、AXA IM R&ISによる計算

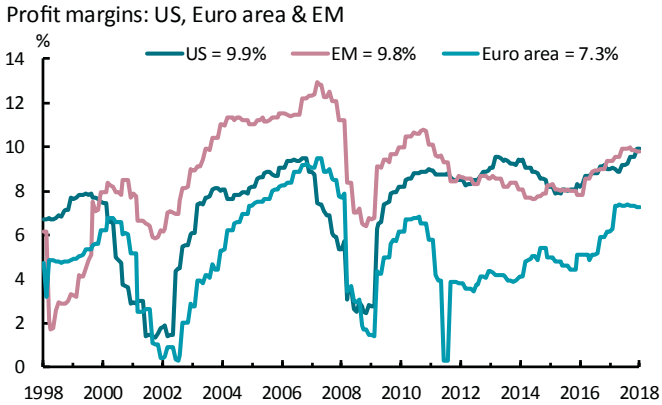
2019年を通して、株式の組入れを下げてもニュートラルにすることを旨とする

2019年には、経済活動減速という当社の基本的なシナリオでは、昨今の動きと比較して売上の成長が抑制されると予想している。売上高利益率を押し下げる圧力が主要な懸念であり、単位労働コストが値上がりし、米国の税制刺激策の影響が薄れることに誘発され、業績の上昇は制限されてしまう(図4)。コンセンサスの業績予想は多少楽観的に見え、いずれは下方修正される可能性が高い。経営者の見通しは、主に政策面に対する懸念を警戒する論調になり始めている。

全般的に、1株あたり利益の伸びは、グローバル株式では7%近くになり、2018年の堅調な動きの後、安定する見込みである。総合すれば、株式ではバリュエーションは現状では主要な逆風ではなく、推定される適正価格に近づいている。しかしながら、当社としては、

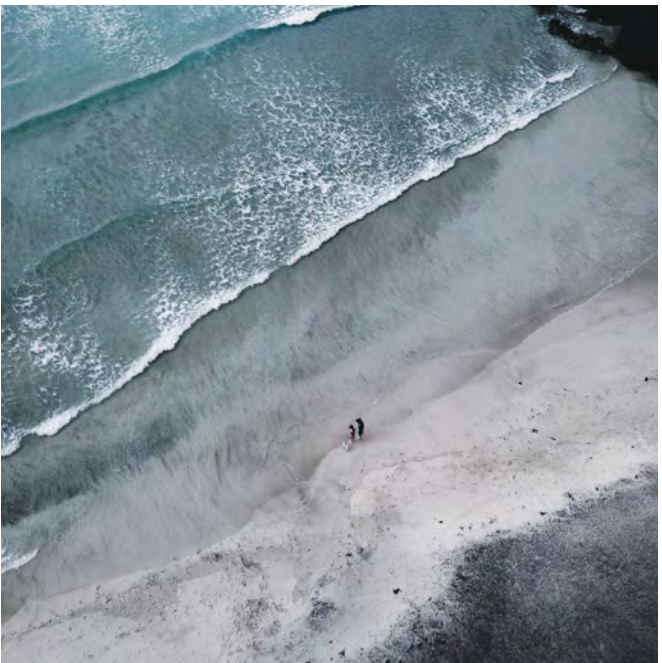
国際的に金融引締めが続く、ボラティリティが上昇して投資家心理が弱まるために株式のリスクプレミアムが上昇した場合には、過剰流動性の減少と米国短期金利上昇とともに、ある程度は株式バリュエーションの見直しが起こることも多少視野に入れている。

図4: ピークに達した利益率が2019年の主な懸念



出所: ブルームバーグと AXA IM R&IS 計算

当社の予測では、株式リターンは、バリュエーションの見直しをある程度考慮しながら、主に利益の伸び率により牽引される。複数資産での配分では、2019年を通してグローバル株式の組入れをニュートラルに置くことを目指す。その一方、株式の地域配分の中では、ユーロ圏よりも米国への選好を維持する。欧州の政治的リスクが、引き続き当地域の株式市場に重くのしかかる一方、経済の成長力が弱まると共にイールドカーブがスティープ化しないために、銀行セクターは引き続き収益に圧迫をかけられた状態にある。当社は米国企業のレバレッジ状況を引き続き追っていくが、この状況はここ数年、特に、小型株ユニバースで、意味深く変化している。株式のスタイルについては、2019年のバリュエーション対グロース株式における構造的な乖離に平均回帰が起こるか否かという点が主要な問題として引き続き残っている。



米国概要: 追いつくのが遅い

ディビッド・ページ

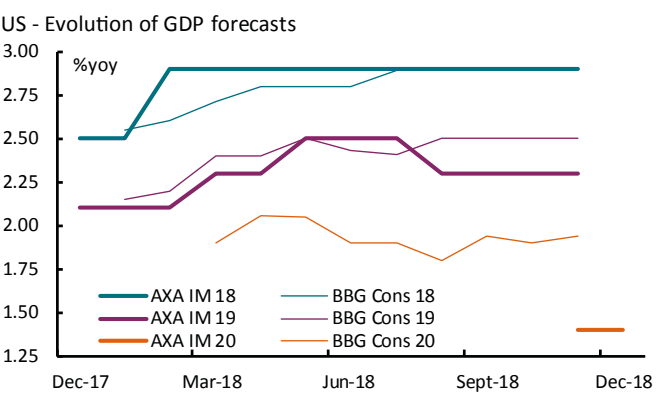


- 2006年以来の最速の成長を超え、来年の成長は、コンセンサスを下回る2.3%になり、その後2020年には実質的に減速して1.4% (コンセンサスでは1.9%)になると見ている。
- 結局、2019年と2020年には、米国は景気後退を避けると見込んでいるが、そのリスクは2020年には上がると見ている。ソフトランディングは、実際、歴史的にもまれである。
- Fedは、2019年末までには、3.00%～3.25%に政策を引き締めるはずである。当社は予想を2020年の下半期に利下げすると変更する。

2006年以来の最速の成長を後にして

今年の2月以降の当社予測では、2018年は2.9%の成長をもたらすと見られた。また、金融市場のコンセンサスは、2018年中盤以降その水準になっている (図1)。予測では、米国の景気拡大が、2006年で金融危機以前以来最速で進んでいるとみている。このモメンタムはある程度2019年まで続きそうであり、2018年の成長を支えた大規模な財政拡大は、2019年の活動を引き続き押し上げるはずである。

図1: 主要コンセンサスの予測 2018年



出所: ブルームバーグと AXA IM R&ISによる計算

しかし2018年は、米国の経済成長にとってピークとなりそうである。来年からは、財政政策の影響の希薄化、厳しい貿易政策、引締め気味の金融状況、緩やかに進む経済的過熱などの多数の要因が、経済活動を圧迫するとみられる。2019年に、成長率を2.3%に下方修正すると見込んでいる (コンセンサスでは2.5%)。この減速状況は、2020年にも引き続くと考えられ、2020年ははっきりと減速して、成長率は1.4%と予想している。これは、現在のコンセンサスの1.9%より著しく低い。

反対方向の成長トレンドの高まり

「財政的影響の消滅」は、来年以降の年には、成長の減速に作用すると見られる。2018年の大幅な景気拡大の一部は、税制改革と2018年の超党派予算法に沿った財政拡大により牽引された。当社の見積もりでは、財政刺激策により、2018年のGDPの成長率に約0.6ポイントが加えられている。しかし、こうした貢献は薄れていき、2019年には0.25ポイントの効果に、2020年にはわずかながら収縮になる (2年間の歳出対策を再度新たに行うことは、その時点で可能ではある)。

貿易政策もまた、重くのしかかることになりそうである。保護貿易主義の高まりは2018年を特徴づけるものの1つであり、その経済的影響は、将来にわたって世界中で実感されることになりそうである。貿易政策の展望はかなり不確実性が高い。しかしながら、当社の基本シナリオでは、ドナルド・トランプ米大統領が、直接の政治的プレッシャーを取り除きながら、これまでの貿易戦争での利益を確保する為に中国の譲歩を受け入れるかもしれない。当社は、数ヶ月以内に米国と中国間で協定が結ばれることを見込んでいるが、これは中国からの全輸入品が関税対象となる前に関税戦争の拡大を停止することになるが、2019年初に中国の輸出の2,500億ドル分に掛かる関税を25%に上げた後になる。また、当社は、米国への自動車および自動車部品輸入に関税が課されることを予想している。これは、2017年には3,600億ドルだった一方で、米国・メキシコ・カナダ貿易協定と並行してカナダとメキシコ (輸入の50%) を除外することを予想している。また当社見方では、これには、日本からの輸入 (15%) と、EUからの輸入 (16%)も除外されるだろうが、これらの国と地域は米国と個々に貿易協定を交渉中である。協定がここでまとまれば、中国も除外されるだろう。これは、関税が、米国の自動車輸入の9%のみ、約500億ドルに適用されることを意味し、この最大の影響を受けるのは韓国である。

当社の予想では、この見通しを基本にして、米国の経済活動への影響は比較的ゆるやかであり、2019年と2020年の両方で、GDP成長を0.1ポイント減らすことになる。しかしながら、当社の認識として、貿易政策は基本シナリオを超えて拡大し、より大きくマクロ経済に影響する場合がある。

また、当社は、経済の過熱の兆候がわずかながらあらわれていることを考慮している。失業率は現在3.7%であるが、Fedの長期的水準の中央推定値である4.3%から4.6%よりもずっと低くなっている。失業率は、2019年末までにはさらに低くなり、3.5%を下回ると予想している。この「ひっ迫する」労働市場は、熟練者と労働力の不足と、賃金の上昇圧力の実際の動きが強まっている。これらは、次に、雇用拡大速度を減速する可能性が高く、堅調な賃金の伸び率にもかかわらず、家計の名目所得の伸び率をそぐことになる。賃金上昇の加速とともに、生産性の成長が弱まるという予想は、単位労働コストの増加をより高く押し上げるであろう。これにより、企業の収益性を削減し、投資支出を圧迫し、インフレーションを押し上げ、さらに家計の実質可処分所得を削減する可能性が高い。徐々に過熱化すると、経済活動は弱められることになる。

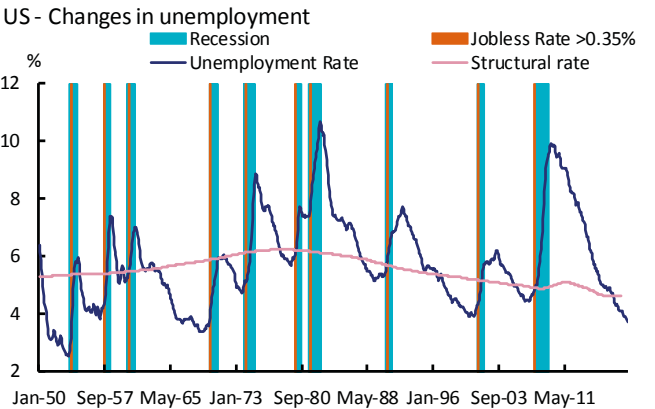
金融状況の引き締めは、成長に対するもう一つの逆風を表している。2018年の初頭では2000年以来そうであったように緩和的だった政策をFedが引き締めに転じた結果として金融状況は引き締めになる。金融状況は、当レポート作成時点では、実質的に引き締めになっており、部分的には、2018年の10月の厳しい調整局面に続いている。相場の反発を考慮したとしても、引き締めの一部は、恒久的なものであると予想している。さら

に、投資適格クレジット市場での平均回帰に向けたトレンドを考慮して¹、当社は、クレジットスプレッドが2019年と2020年に約30bp広がると予想している。つまり、金融状況の引き締めは、GDPの成長率を次の2年間で、年間約0.7ポイント下げると思われる。

歴史的に、急激な景気減速のほうが、ソフトランディングよりも起こりやすい

こうした逆風は単に付加的に起こるのではなく、今後数年にわたり米国の成長に実質的な妨げになることを示唆している。Fedとコンセンサスの予想では、この逆風が起こる結果、2020年の景気動向に向けて経済は緩やかに減速する。そのような減速は、結果として労働市場で雇用が高い水準で安定し、大きく過熱するリスクを減らすことになる為に、経済に有益に働くと思われる。

図2: 0.35ポイントの失業率の上昇は、労働市場の転換点である



出所: BLS and AXA IM R&ISによる計算

だが、減速に直面している経済では、しばしば当初のはずみが増幅され、マイナスの勢いに発展する。そうした場合、転換点は、業況感の低下、予防的な貯蓄の増加、消費と投資の減少、在庫の急激な解消、失業率の上昇といった悪循環を示す。当初に自律的に成長を達成し成長力を強めるという期待への自信を失うと、需要はさらに増幅して低下するのである。この成長力は特に急速に低下する時には、景気後退のタイミングを予想することが特に難しい。たとえば、1960年代以来の米国の直近の8回の景気後退ではそれぞれ、先行して失業率が最低水準から、比較的緩やかに0.35ポイント増加した (図2)。この時点の後、経済の後退は急速に勢いをつけた。

さらに、歴史的には、経済的なソフト・ランディングの形跡はあまり見当たらない。1950年代以降、2つの時期のみが、その定義に当てはまる。

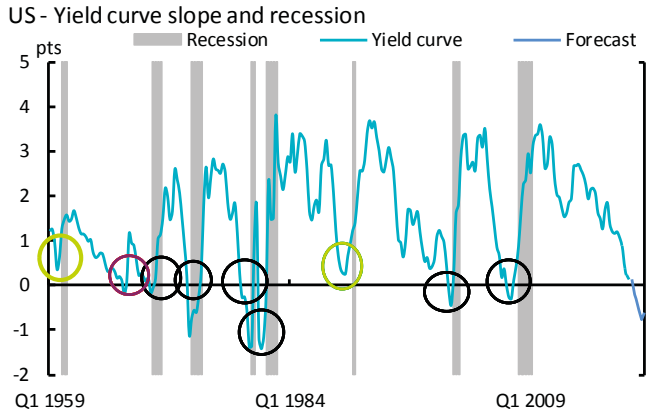
¹ Page, D., Savage, J., Venizelos, G., “利回りカーブは、景気後退を示しているか?”, AXA IM Research, 2018年10月25日

1966年 – 成長率は、1965年末の対前年比8.5%から、1967年には3%を下回るところまで下がり、失業率は、4%をわずかに下回る水準で安定した。これは、1966年の政策引き締め後に起こったが、Fedの政策変更は、その後数年間制限された。²

1995年 – 経済活動は、1994年の4%を超える成長率から、1995年にFedが300bpの引き締めを行なった後で減速して2.5%あたりに下がり、失業率は、CBO（アメリカ議会予算局）の推定自然失業率（5.4%）付近で安定した。しかしながら、Fedは、すみやかに政策を緩和し始め、翌年及びアジアの危機が発生したために1998年後半にもう一度、金利を75bp切り下げた。この時期にはまた、生産性が更に改善した。その当時は認識されていなかったが、このことによって、インフレーション圧力は弱められ、Fedは金融緩和政策を続けることができた。

本来経済の内部のファンダメンタルズに予想を築きあげていくのが難しい場合には、当社では活動低迷の可能性がある時期を見極める代替のシグナルを使用している。当社の予想では、失業率は、2021年当初の低水準から0.35ポイント程度にしか上昇せず、その後、景気が低迷することが示唆されている。イールドカーブも逆イールド化した後、12ヶ月後に景気後退することを警告している¹（図3）。当社の予想では、逆イールド化は、2019年末に起こりそうであり、2021年の初頭では、景気後退のシグナルがある。2つのツールは、景気後退を示しているだけだ。しかしながら、そのどちらも、米国は2019年と2020年にわたって減速するが、その次の年になって初めて景気後退のリスクがあることを示している。

図3: 米国財務省のイールドカーブの逆イールド化を、景気後退のもう一つのシグナルとして見る



出所: BLS and AXA IM R&ISによる計算

Fedは、減速を未然に食い止めに、2019年末まで利上げサイクルを続ける

前述のように、Fedは、以前のソフトランディング時に主要な役割を果たしている。1960年代には、インフレーションを管理する為に十分に政策を引き締めることに「失敗」したが、1990年代半ばには、1995年と1998年に先取りして政策を緩和し、サイクルを延長できた（生産性向上によってインフレーションをおさえることができたことによる支援があったが）。

当社は、Fedにとって今回政策の緩和はさらに難しくなると考えている。第一に、Fedは現在、2020年と2021年に明確な減速を予想していない。第二に、失業率の低水準、賃金の加速、インフレーション上昇の期待を含む広範囲な経済的展開はより引締めの金融政策を後押ししている。第三に、Fedはまた、政策緩和には財政的安定が関連することを意識している可能性が高い。

このような理由で、Fedはサイクルを延長する可能性があるが、それは今後数年でもっとはっきりと景気が過熱するというコストを払うことになる。これは、転じて、結局は1960年代を連想させるもっと大幅な景気後退になる。さらに、トランプ大統領の昨今の唐突の意見表明が、Fedの仕事をさらに難しくしている。Fedの政策であるいかなる緩和も、政治的プレッシャーにおもねるとして解釈されることになり、これは、現在の安定した長期的なインフレーションの期待を上昇させる可能性がある。

FF金利はいまだ中立金利を下回っているとみなされており、さらに緩やかに引き締めが行われる可能性があり、当社はFF金利が2019年末までに3.00%から3.25%に上昇することを予測しているが、これは、2018年の12月以降3回の利上げを意味する。しかしながら、当社予想では、景気減速の兆候が勢いを増している。このサイクルの最後の利上げとして、Fedが2019年の3回目の利上げで3.00%から3.25%にし、これが今回の利上げサイクルの最後である。当社は2020年に最後の利上げするという見通しを変更し、Fedは2020年の下半期に利下げ(2.75%-3.00%)を始め、景気減速が続けば、2021年にはさらに大幅に利下げすると予測している。

この見通しを変更させる可能性がある、その他の既知の未知

対外要因は、景気減速のタイミングと形を変化させる可能性がある。以前の景気後退は、第1次イラク戦争や9月11日の同時多発テロのような外部のショックにより悪化した。このような予想できない地政学上の出来事とは別に、2019年を通して、注視する主要なリスク要因を下記のように考えている。

生産性における強い加速。2012年以来見られているように、年1%という低めの生産性の成長を予想している。それゆえ、当社の考えでは、昨今の生産性上昇は、財政刺激策と関連して短期的に押し上げられたものである。公表データで認識できてもできなくても、生産性がさらに加速すると、経済は同じ水準で成長する一方、インフレーションはもっと低水準になると思われる。またこれにより、Fedは、引き締めをもっとゆっくりとしたペースで行うことになろう(1990年代を彷彿とさせる)。

貿易戦争の深刻化。貿易政策の進展は、不確実である。短期的には、当社はそれほど大きく深刻化しないと楽観的に考えているが、米国の動機が、トランプ大統領の「取引の手法」よりも中国の戦略的封じ込めに焦点をあてているのであれば、そのような希望は、見当違いなものになろう。短期的に貿易戦争が深刻化する場合には、2020年とそれ以降の経済活動とインフレーションに強い逆風を起こすであろう。逆に、もしホワイトハウスが自由貿易を真に推

² 1967年には、連邦準備制度の総裁であるウィリアム・マッチェスニ・マーティンは、財務省長官であるヘンリー・ファウラーとともに財政引き締めに支援した。これが実際に1968年の6月に行われた一方、連邦準備制度のマーティン総裁は、これを政策の誤りと考えていた1969年に金融政策の引き締めに再開したと言われている。その時までに、インフレーションは、大幅に上昇していた。出所: 連邦準備制度の歴史

進する努力をして、予想された逆風が追い風になることが見られれば、当社の中期的悲観論は見当違いなものになるかもしれない。

米国家計の貯蓄の難問。米国の貯蓄の予測は、2018年中盤に大きく上方修正されたが、これらが予想される所得減少のクッションとなり得るかには当社は懐疑的である。消費者信頼感は勢いがあり、富を増やしているにもかかわらず、高めの貯蓄率を持続しているのは、求められる貯蓄レベルもまた現在は上昇していることを示唆している（人口動態の要素を反映している可能性がある）。さらに貯蓄は、分布における変化にもまた影響される。見積もりでは、貯蓄の80%が、上位10%の世帯収入による貯蓄で占められている（50%は、上位2%の世帯収入）³。（人口動態であれ不均衡であれ）いずれの場合にも貯蓄は、家計所得が減速しても埋め合わせにはなりにくい。だが、この評価が間違いである場合には、所得の伸び率が鈍化しても、家計支出は持続できる。

末期のサイクルを通した動き

大きく見ると、米国は、おなじみの末期の道を歩んでいるように見える。ピークにある今年の成長は、現在の拡大が1940年代以来2番目に長いものとなると思われる。経済は、需要超過の状況にあり、翌年に予想される平均を上回る成長により、ますます過熱の兆候につながるであろう。Fedは、成長を制御し過度のインフレーション圧力の見通しを管理するために、徐々に政策を引き締めている。これは、Fedがインフレーションに対する任務に注力していることを反映している。しかしながら歴史的には、そのようなサイクルの末期の道は景気後退に終わる。当社は、今回も

同様の結果が起こりそうだとみているが、今の当社の見積もりでは、翌年の成長はまだしっかりしており、減速は2020年になってはじめて加速するのであって、来年までは経済が明白に収縮することはないはずである。

³ Wolff, E.N., “Household wealth trends in the US, 1962-2016: (アメリカの家計の富裕のトレンド 1962年～2016年) Has Middle Class Wealth Recovered? (ミドルクラスの富裕さは回復しているか)” NBER, 2017年11月.



暗雲がかかっている：ECBは傘を後ろに引かないだろう

アポリリーヌ・メニユ、アレッサンドロ・テントリ



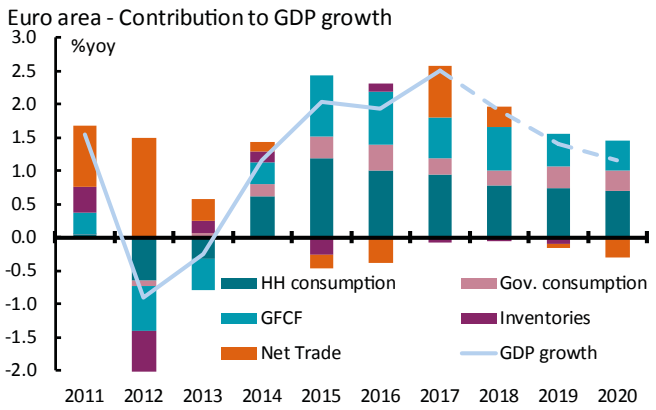
- 失望の年であった2018年に続き、ユーロ圏の予想経済成長率はさらに落ち、2019年と2020年の各々に1.4%と1.2%となる。これは主に、外部環境の弱さの結果である。
- 消費者物価指数は、エネルギーのベース効果によって和らぐ前に2019年の上半期には現在のレベルのあたりで動くはずである。当社は、その中でコア・インフレは徐々に、緩やかに上向き、2019年には1.2%、2020年には1.5%になると予想している。
- マイナス金利政策のマイナス効果とその利点を徐々に押し殺していることを考えると、ECBにとって、この成長は2020年の春までに預金利率を0%にするためには十分だと思われる。「オペレーションツイスト」に対して当社は懐疑的なままであるが、2019年上半期には、TLTRO(貸出条件付き長期資金供給オペ)を予想している。
- 重要な政治的課題が今後控えているが、欧州議会の選挙が5月に行なわれ、大衆迎合主義政党がさらに発展し、EUのトップの主要ポストの一連の椅子取りゲームを見ることになりそうである。

失望の2018年...

ユーロ圏の経済活動は、一時的な要因が成長をゆがめたので、2018年のほとんどの期間、予想を下回った。これらは、悪天候

やインフルエンザによるドイツの高水準の疾病休暇（2018年の第1四半期）、フランスでのストライキと加速しているインフレーション（2018年第二四半期）、EUの新規の排出ガス認証指令の導入（2018年第三四半期）によるドイツ自動車セクターでの混乱などを含んでいる。しかしさらに重要なことには、2018年のユーロ地域の成長率はグローバル環境からの支援材料が少なく、1.9%と穏やかになっている。純貿易は2017年に0.8パーセンテージポイント上昇という驚くべき成長率に押し上げた後（図1）、2018年には緩やかになっているが、これは過去のユーロ高やグローバル貿易の減速、貿易の緊張の高まりの結果、輸出の成長を鈍らせているからである。その間、活況の労働市場と非常に緩和的なクレジット状況により、内需は活発になっていることが判明した。

図 1: 内需は、いまだ主要な成長エンジン

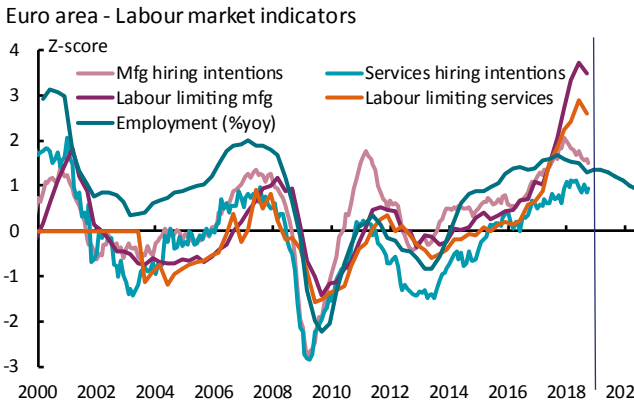


出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

...そして、さらなる景気鈍化の合図

今後を見ると、何点かの要因が、ユーロ地域の成長を押し下げ、2017年のピークの2.5%からさらに下がり、2019年には1.4%、2020年には1.2%になると見込まれる。まず、個人消費は、主要な成長の原動力のままだが、雇用創成の低下を背景として将来は若干減速する。消費者と企業の両統計で、実際に雇用意欲の低下が示され、企業の大半、歴史的に広範囲の企業が、実際に労働力を生産の限定要因として言及している（図2）。これにより、しっかりと賃金が伸びているにもかかわらず、若干消費者支出の上昇が抑えられているものの、クレジット状況は依然緩和的で、財政刺激策がある（特にドイツで）。

図2: 雇用創成は鈍化

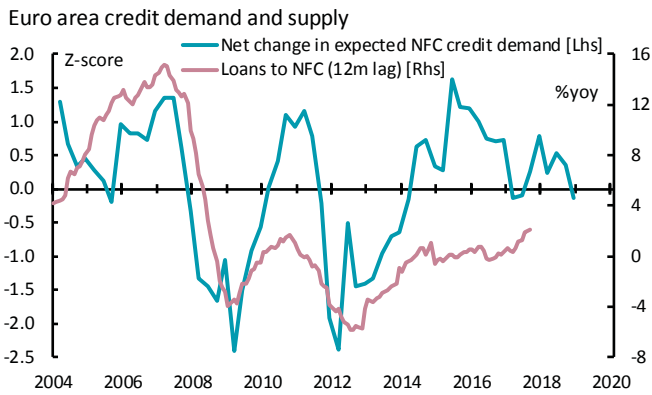


出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

第二に、高い不確実性の発生と世界的な牽引役の欠如によって投資は緩やかになるべきである。投資の拡大は、2018年の3.1%から、2019年には2.4%に、2020年には2.1%に低下するとみている。減速のほとんどは、企業投資により生じる一方、建設業界は歴史的にも高い業況感指標が示している通り活況だが、これは、住居の価格は引き続き強く、好ましいクレジット状況が続くものと予想されていることが原因である。逆に、いくつかの要因が、将来のビジネス投資を圧迫している。

顕著なものは不確実性の高まりだが、これはすでに、ユーロ地域の業況感にきびしく影響している。企業の資金需要にすでに影響を与え始めると当社は考えるが、ECBの第三四半期の銀行融資統計によると、2014年の第一四半期以来で最低の水準になった（図3）。米国と中国の成長低下予想で具体化されたように、脆弱な外部環境がもう1つの要因である。あまり好ましくない需要見通しという状況で、健全な賃金の伸びを伴う投入原価が上昇しながら、生産性にはあまり改善みられないので、企業の収益性は降下しやすく、また、投資支出を大きく促進する動機にはならない。当社は、全体では投資の成長への貢献度は、2015年から2017年までのGDPの平均0.8ポイントから、2019年から2020年には平均0.5ポイントへ下がることを予想している。

図 3: 不確実性の高まりが資金需要を圧迫している



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

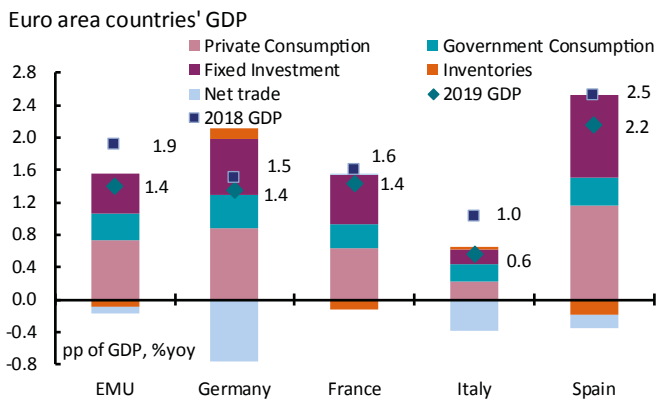
最後になるが、成長への純貿易の貢献は次の2年ではマイナスになるが、これは、当社が主要な貿易相手国での大幅な減速を見込んでいるからである。外需低下による貿易への直接の影響に加えて、再発する関税の脅威の中で不確実性が高まり、輸出には障害となる。さらに、過去数ヶ月のドルに対するユーロ安にもかかわらず、ユーロの実効為替レート（輸出価格調整後の貿易加重平均）は、2017年の後半にかなり上昇した後にようやく安定したが、これは競争力の強化にはならない。その間、輸入はスローであるが未だ強いままに留まり、堅調な内需と一致して、全体的にはマイナスの貿易寄与につながる。

予想で具体化しているのは拡大財政政策で、かなり効果的な追い風になる。財政政策は、2018年のニュートラルなスタンスの後、GDPの0.3ポイントの程度までユーロ圏の成長率を押し上げるだろう。主要なサポートは、ドイツから起こる。2019年の予算では、GDPの約0.75%になる財政緩和を計画している（年金への歳出増、中低所得層への税制救済、失業保険拠出金の0.5ポイントの所得控除など）。もちろん、イタリアは、2019年から2020年に非常に緩和的な財政スタンスを計画しているが、当社の見積もりでは、引き締め気味の調達状況が経済活動への財政刺激策のほとんどを相殺してしまう。全体として、イタリアは遅いままであり、成長は2019年には0.6%に軟調に減速すると見込んでい

“不確実性の高まりがすでに、ユーロ地域の業況感にきびしく影響している”

る。一方スペインは、2019年には成長率は2.2%に正常化するにもかかわらず、群を抜いた成長を遂げるであろう。ドイツとフランスは、2019年の成長パターンに同期して、成長率は、両国ともに1.4%に低下すると見られるが、これは両国それぞれ別々の牽引力が要因である（図4）。

図4: 国別の差 (GDPへの寄与)



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

リスクは、下方向に偏狭している

当社の基本シナリオは、EUの自動車セクターに関税が課されないことを想定している。加えて、ブレグジットの批准が2019年3月までに行なわれ、現状維持が2020年末の移行期間終了まで続くことと仮定している。しかしながら、このような仮定が間違いであると判明した場合には、貿易の毀損が成長を厳しく弱体化させ、一方で、関連した不確実性が、需要全般にマイナスの影響をもたらすだろう。

しかし、金融危機の波及リスクの可能性を考えると、イタリアは、見通しに最も暗い雲をもたらしている。当社の基本シナリオでは、イタリアの成長率は、2019年にはほとんど半分になり、公的債務比率は若干上昇傾向で、その赤字額は、3%の閾値付近で高止まりする。イタリア政府は主張を軟化させて、いくつかの政策の導入を延期する可能性を示したが、当社の認識では、GDPに対する赤字比率は2019年に約2.5%にやや改善する。しかし、当社の見方では、これでも過剰財政赤字手続き(EDP)、すなわち過剰な赤字の処理を始めることを回避するには十分ではなく、むしろ構造的な改革計画が必要になる。そのかわり、解散総選挙になれば、結果として財政政策の緩和策の規模が縮まるが、最近の世論調査では、北部同盟と五つ星運動は、互角で決着がつかないので、解散総選挙は実施されないだろう。しかし経済がさらに減速するので、政治力学は動く可能性がある。当社の考えでは、市場の圧力は、向こう何ヶ月先には強まる。というのも、格付け機関が金融状況の進展や成長へのマイナスの影響を注意深く観察するであろう。だが、当社の基本シナリオでは、(貿易への影響を通して) 経済分野に波及するが金融危機になるとは考えていない。他の周辺国への金融の波及は、国家から銀行への波及の再燃が伴うと、金融状況の引き締め、すなわち高めの金利と信用供与の削減や、また、業況感の打撃を通して、成長を損なう可能性がある。そのような状況では、ECBは、金融政策の段階的な正常化からは逸脱せざるを得なくなる可能性が高い。

インフレーション: ゆっくり目覚めるフィリップス

消費者物価指数は、2018年には上昇トレンドで、エネルギー価格の上昇の結果、夏以来ECBの目標の2%に数回達している。当社の予測では、エネルギーのプラスのベース効果は、2019年の上半期の消費者物価指数を下支えするが、2019年の下半期にはこの効果は弱まるであろう。平均的には、インフレーションは、2018年には1.8%に到達し、2019年には1.7%に、2020年には減速して1.4%になる。これは、経済活動の軟化を反映していることである。

その間、ユーロ圏の失業率が8.1%に下がり、2008年後半以来最低のレベルにあるにもかかわらず2018年のほとんど全般を通じて、コアのインフレーションは年ベースで1.0%あたりで動いている。未だに労働市場の労働需給が緩む方向に高まっているのは、2018年の第2四半期に不完全雇用率が16%（これは、10年前よりまだ2ポイント高いが）になっているような広範囲の指標に現れており、近い将来コアインフレを引き続き圧迫するであろう。それにもかかわらず、当社は、賃金の伸びは労働市場の発展に沿って堅調さを維持すると見込んでいる。特に、求人倍率は、2004年以来、2018年の第二四半期に最高になっているという事実がある。単位労働コストが上昇し続けているので、企業の売上げ高利益率はさらに圧縮されて(単位利益成長率は四半期比で2017年の第三四半期の2.7%から2018年の第二四半期には0.7%に低下している)、ある程度価格上昇圧力につながっている。それゆえに当社は、フィリップス曲線が、2019年の下半期にはゆっくりと目覚めて、2019年にはコアインフレーションの平均を1.2%、2020年には1.5%に押し上げると見込んでいる。

ECBは、その傘を取り外さない

経済が減速して、コアインフレーションがECBの目標からいまだかなり離れているにもかかわらず、ECBが2019年の9月には預金利率を15bp正常化(この動きを「利上げ」とは呼ばないようだ)すると当社は考えている。そしてその後、ネガティブサブプライズはなく、ECBは、マイナス金利政策を終焉させ、リファイナンス金利を2020年3月には0.25%に上げる可能性がある。ECBは、成長率がいまだ潜在成長力の上のおよそ1.2%であり、そして、マイナス金利政策のネガティブな影響はポジティブな影響を消し始めていくので、そのような変化は緩やかで正當なものであると主張する可能性がある。金利の軌跡に加えて、2019年にECBが、行なう一連の政策は、興味深い流動性の詳細を含み、その「金融の傘」は、依然として非常に有効であることを示している。ECBのチーフエコノミスト、ペーター・ブレット氏¹が最近述べたように、EU理事会は、2つの主要な側面、すなわち、流動性の動きと期間抽出に沿って運営することを決定するかもしれない。

流動性という既存のTLTROプログラムは、7,400億ユーロにのぼり、規制主導の流動性の需要と、この期間流動性の不均質な分布との両面で主要な政策ツールである。銀行セクターでの調達コストにおける急上昇を避けるために、当プログラムの延長ないし新規のプログラムを2019年上半期に総じて公表する

ことが必要かもしれない。TLTROに適用される金利は、主要なリファイナンスオペレーションと預金金利の間にあることを心に留める必要がある。実際、TLTROの3,990億ユーロは、2019年の6月末に残存期間が1年を切る。ということは、バーゼルIIIの下で、安定調達には不適格となる。さらに、TLTROの流動性の地域的分布は、ECBへの出資比率からはかなり大きく乖離しており、それゆえに公的部門買入プログラムにあるフィロソフィからも逸脱していることにも注意したい。たとえば、イタリアの銀行は、TLTROの流動性の33%を取っている一方で、同時にそれとは不均衡な比率で国内の国債を保有している(3,790億ユーロ)。それゆえに、新規のTLTROはイタリアの銀行にとっては、調達の困難さを和らげている。

期間抽出に対しては、もう少し懐疑的である。量的緩和が終わるので、すなわち資産買入プログラム(APP)の下で購入した支払い元本の再投資(2018年の10月と2019年の10月の間で、2,210億ユーロと見積もられている)は、重要な政策手段になっている。しかし、「オペレーションツイスト」を通して長期債券の満期に向けて再投資を傾斜していくと、特にいくつかの国(ドイツ、オランダ、ポルトガル)でのECBの保有率の高さと一銘柄/発行体あたり33%制限を考えると、需給の制約に直面する。市場中立の原則にもまた、違反するであろう。また、後者は、いくつかの柔軟性を許容していることを強調したい。これは、ECBのAPPが保有している平均的満期が、市場で発行されている債券の平均満期から持続的に大きく乖離しているからである。

深刻な政治的議題へ戻る

主要なEUの高官の交代の予定が、非常に集中している。欧州議会の選挙は、2019年の5月を中心に行われる。右派の欧州人民党のマフレッド・ヴェーバー(ドイツ)が、欧州委員会の議長の候補である。しかしながら、現在の世論は、相対的なパワーバランスが、伝統的な中道政党(EPPと社会党と民主党)から欧州懐疑政党と反体制政党へと離れて行きながら、議会がますます分裂していることを示している。意思決定は、複雑な同盟関係と時とともに変化していく相互利害に左右されており、ほとんどは、政治の停滞に終わりそうである。

ECBを見てみると、5月末までのペーター・ブレットを皮切りに執行委員会の半数は改選される。マリオ・ドラギ総裁(2019年10月31日まで)に加え、理事会のメンバーである、ベノワ・キューレの任期も12月末で終了になる。これらは、2つの大変「重要な椅子」であるが、いかなる結果になっても、ECBの対策機能を大幅に変更することはないと考えている。驚くことではないが、欧州議会の選挙のタイミングは、物事を複雑にしている。主要な利害関係者が、各々の代表にベストなポジションをとらせ、政治的取引をさせようとしているからである。いかなる場合でも、「新しい」ECBは、かなり困難なマクロ経済の環境に直面することになる。そのようなものとして、市場の参加者と現在の建設的な対話を継続することは、金融政策の実施の成功には不可欠である。



¹ ブレット (2018年11月), Preserving Monetary Accommodation in Times of Normalisation

ブレグジットが迫る: 計画をして備えよ

ディビッド・ページ



- 英国の経済見通しは、英国がどのように欧州連合（EU）を離脱するかに関わっている。
- 穏やかで過渡的な離脱が、引き続き当社の中心的な見通しであるが、この場合、2019年に英国の経済活動は加速することになりそうである（1.8%）。
- 逆に、いきなりの離脱は、鋭いサプライサイドのショックと、景気後退の可能性が非常に高い。
- 英国が、EUからの離脱後の当初の反動を超えて動くので、グローバル経済が減速するように、英国経済も再び同期して動く。（2020年には1.8%）

ブレグジットが見通しの中で最重要

2019年以降の見通しは引き続き、英国がEUから離脱するという決断とその後に続く道筋が支配している。英国が合意無しに離脱し、特に移行期間なしに3月に離脱すれば、英国が直面すると予想される暗い結果のため、同国政府がEUと取引した合意（あるいは、それを少し修正したバージョン）を政治的に受け入れざるを得なくなるだろうと当社は引き続き考える。

当社は、それに応じて英国は、過渡的な離脱で、プロセスの大部分に示唆されているよりもソフトな最終状態へ向かって行くと考えている。そのような結果は、保証されたものではないが、英国とEUは、もっと急速な撤退を明らかに選択しない一方で、計算間違いによりそのような結果になることはあり得る。すなわち、その場合には、おそらく英国経済に実質的に有害な影響が出るであろうことを意味している。

しかし、短期的な不確実性の先を見ると、グローバルの経済活動は2020年には弱まり、致命的な世界的な後退が進むリスクが増大するために、英国にとっては結果が何であろうと、環境は一層困難になるかもしれない。

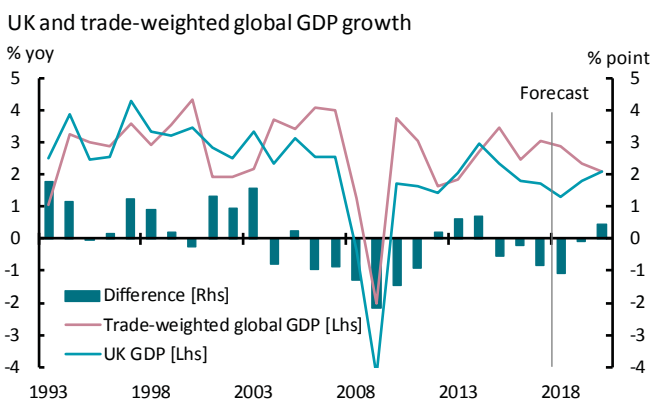
ブレグジット論争は繰り返し行われているが、それほど重要ではない

当レポート執筆時には、英国政府は撤退の合意を最終決定したところで、11月25日のEUサミットで同意されることになっていた。合意は、アイルランドの国境の解決策である「バックストップ措置」を英国が受け入れたことを反映している。これは、英国がEUと関税同盟を結び、同一のモノの規制と同時にEU諸国の支援と環境のルールを同じにして「公平な土俵」を維持することに同意することである。この合意は、現在、英国とEU議

会によって批准される必要がある。しかしながら、この数週間で、はっきりと示されたように、そのようなプロセスは、英国では保証するには程遠い。

実際、指導者の資質を異議を唱える声の高まりや英国議会が、合意した取り決めを12月初旬に予定されている最初の議会においては少なくとも拒否する可能性があるという大きなリスクにより、英国の政治的不確実性がこの数週間で高まっている。そのような動きは、市場と政治の激しいボラティリティの期間を引き起こす可能性がある。

図1: ブレグジットのアンダーパフォーマンスは逆転できるか？



出所: ナショナルスタティクス、IMF and AXA IM R&ISによる計算

撤退協議の合意は、一2月か、または不安をはらんだ時期を過ぎた2019年初頭の2回目の投票時一重要なことに移行期間（少なくとも2020年末までだが、さらに延長の可能性がある）を含み、EUから離脱後の英国を取り巻く直後の不確実性をかなり軽減するだろう。さらに、英国が、この移行期間にEUと野心的に自由貿易合意（FTA）を正式に求めていく一方で、これには数年間かかるであろうし、当社は、FTAがアイルランドの国境に対する要求に応じて、英国が中期的から長期的にEUとの関税同盟にとどまる可能性があることは予想していない。

最近の数年間の大きな不確実性に誘発された過少投資に続いて、そうした結果は、ビジネス投資の反発を支えることになるであろう。しかしながら、ボンドの上昇は2016年の通貨安¹の逆風を取り返すほどの恩恵を与えないだろうが、家計の実質所得と支出を押し上げる緩やかなインフレーションとなるであろう。さらに、2018年予算に続いて、首相は財政緩和を示しており、これには、2019年の財政スタンスで、合意の際にはさらに増える見通しとともにGDPのネットで0.6%にあたる変更が含まれている。もし英国が、ブレグジットの合意を受け入れるのであれば、当社は総じて、2019年のGDPの成長率は1.8%と予測している。

¹ 2016年には、貿易に重点を置いたボンドの13%安（2015年のピーク時の20%）がインフレーションを起こし、家計の実質所得と支出を低下させている。しかしながら、ビジネス投資を上昇させ、純輸出をさらに増やす伝統的な投資の影響はなかった。というのもブレグジットの不確実性は、新たな経済活動を抑制するからである。次の数か月にわたり、ボンド高は、ビジネス投資と今回の輸出に逆風をもたらすことになるだろう。

合意の見通しがないと、景気後退のリスクになる

今でさえ、合意なしという可能性は高い。国境問題に関税同盟という解決策を政府が受け入れることは、ブレグジットの移民コントロールへの影響を軽いものにすることになる。これは、現在の合意を国内で批准することを難しくしている。

移行期間がなく合意のない離脱の場合、事業支出は、企業が海外投資を増加させることで弱まる。ポンドはさらに下落し、インフレーションを起こし、消費者支出を圧迫する。貿易がもはやEUのFTAでカバーされなくなるため、輸出は苦闘することになるであろう。

これらの要因は需要を減速し、そのような急速な破裂は、サプライサイドのショックを追加的にもたらすことになるだろう。英国の港は、輸入品をすべて検査することを余儀なくされるだろう。これについては準備ができていないと港は警告を発している。その直接の影響で75%から80%の輸入品が削減されると見積もられている。英国への輸入食品の50%への影響だけでなく²、これは、英国の製造業者の供給を厳しく制約し、生産を制限する。当社は、この影響の範囲は先例がないので予想するのは困難だが³、その影響は重大で景気後退をもたらすと考える。

そのような結果の厳しさの中で、英国が、さらなる交渉のためではなく、そのような出口を用意するためではあるが、リスボン条約50条の延長を模索することによりこれを未然に防ぐ試みをする可能性がある。これはサプライサイドのショックを和らげて、経済への悪影響をある程度減らす、取り除くものではない。しかしながら、そのような延期は、27ヶ国のEU加盟国の満場一致が必要となる。

ブレグジットの先は、グローバルサイクルと再び同期

2019年以降、英国の長期的見通しは、グローバルサイクルと再同期することによって、統制されていく（図1）。米国経済活動の大幅減速と、中国と欧州の緩やかな景気鈍化の為に、英国製品とサービスに対する英国の貿易加重による需要の増加は軟調なままだろう。

ブレグジット後の道が良い方向に行けば、当社は英国が、2019年と2020年のグローバルトレンドに抵抗する、十分で、特異な累積需要を持つと考えている。投資支出の巻き返し、強い消費者支出、財政緩和政策が起り、財政状態の引き締めと純貿易を悪化させる世界の逆風を相殺すると当社は予想する。全体的に当社予測では、英国のGDPの成長率が、世界的な減速にもかかわらず平均的な成長を上回って2020年までに1.8%上昇するだろう。

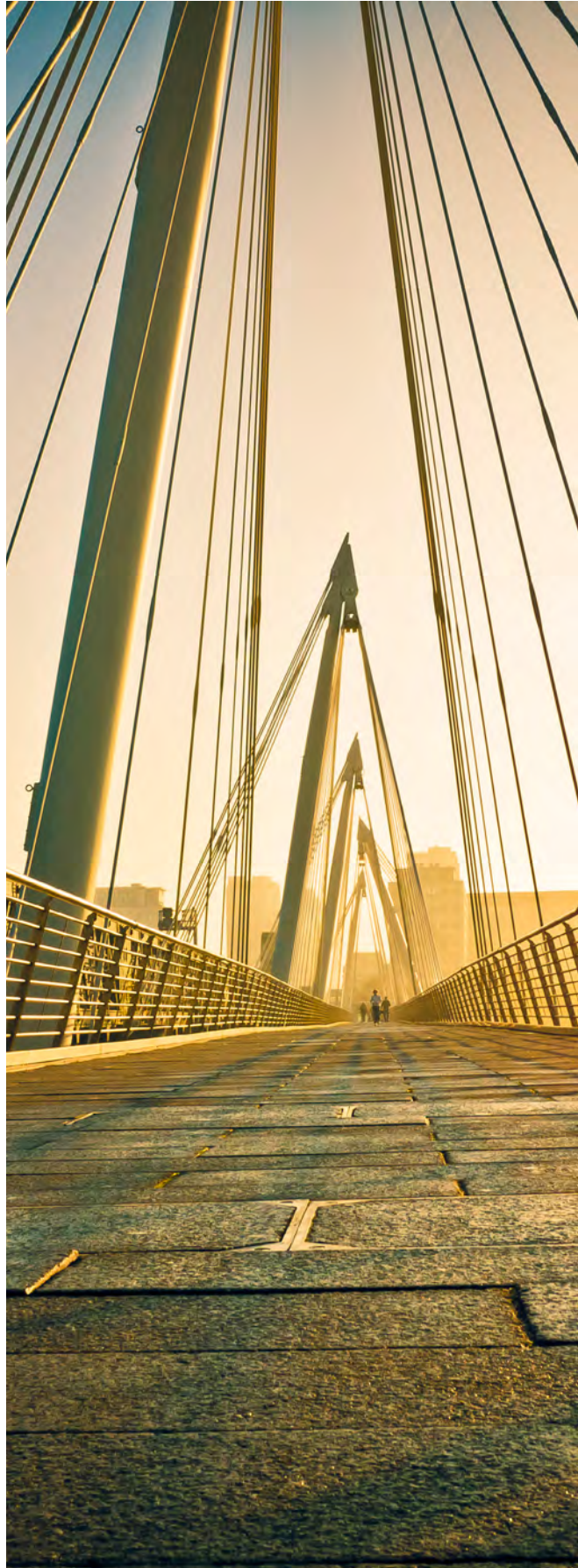
² “Food Statistics Pocket Book 2017”（食品統計ポケットブック2017）、環境、食糧、農村地域省。
³ 以前のネガティブなショックの際の出来事は一時的であると判明したが（2000年9月のトラックドライバーのストライキ、あるいは1970年代のオイルショックなど）、一方でポジティブなショックは、年月を経て発展している。

しかしながら、ブレグジットが悪い方に行く場合、港は必要な税関チェックに対処するための能力を増加させるので、大幅なサプライサイドのショックは2020年になってやっと和らぎ始めるだろう。英国の経済は、成長の一時的な回復を始めるかもしれないが、それはさらに衰弱した位置からの回復にすぎず、またグローバルな成長の緩慢化予測に抵抗する立場に置かれることもないだろう。

経済が転換しない限り、金融政策は引き締めへ

イングランド銀行は、金融政策の正しい方向を判断する前に、需要、供給、為替レートの変化を推定するだろうと注意を促している一方で、当社の見方では、来年の3月に急に離脱すれば、金融政策の控えめな緩和は正当なものであろうと思われる。そのような場合には、当社予測では、金利は0.25%に再び下落して、2019年末前には量的緩和を行うであろう。

それと同等に、合意あるブレグジットの場合、景気が加速し、さらにイングランド銀行がすでに査定している経済成長平均を上回り、出力ギャップが埋まり、さらなる政策引き締めが必要へと向かう。当社の予測の中心では、イングランド銀行の金融政策委員会（MPC）が、引き締め政策を開始するであろう。しかしながら、ブレグジットの不確実性は、2019年第一四半期のほとんどの期間継続しそうである。イングランド銀行は、2019年の5月に引き締め政策をおこない、再び11月に行ない、2020年で2回行なうと予想している。グローバルな減速の兆しが集まっているので、1.75%への最終利上げは賛否両論を引き起こそうである。しかしながら、国内ではインフレ圧力が支配的となると思われる。



日本: 消費はやや少なく、アクションはやや多く

ローラン・クラベル、木村龍太郎

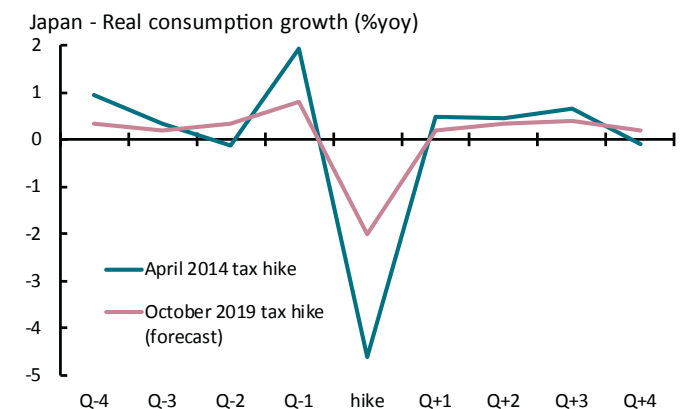


- 極端な四半期毎のボラティリティ（2018年の自然災害、2019年の消費増税）を乗り越えて、GDPは、2019年には安定して0.9%に伸びるはずである。
- 2020年には実質所得への税のマイナスの影響で0.5%成長になり、大幅減速する。また、企業投資と公的支出にも減速があると予想している。
- 低めに固まった成長予測により、コアインフレは、記録的にひっ迫した労働市場にもかかわらず、0.5%のあたりで留まるはずである。
- 日本銀行は、この7月に持続性を強めたイールドカーブコントロールの枠組みを続けるものと、当社は予測する。日本銀行もまた、マイナス金利から抜けだしたくなっているかもしれない。

2018年のように、GDPの成長率は、変動がはげしいままだろう

日本経済は、2018年には大幅に減速して、2017年の1.7%から0.9%に下がり、1年前の当社の予想（1%）に近くなる。家計支出と純貿易は、どちらも軟調に寄与している。家計消費は、2017年の1.0%から0.4%成長へ鈍化し、住宅投資はマイナス6%に収縮する一方、貿易では、輸出は2017年のほぼ7%の成長から3%に減速している。財政刺激策が弱まっていく中で、公共投資は2%収縮し（2018年会計年度は2.5%）、企業投資は驚くほど良好に維持され、2017年の3%から2018年の4.5%に加速している。

図 1: 2019 年の消費増税、前回の2014年と似ているがより穏やか



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

日本の成長は、潜在力のやや上に留まっているが、それは記録的にひっ迫した労働市場をもたらし、失業率はこの24年で一番低くなっている。成長率のレベルが当社予測と一致した一方、四半期毎に大きく変動しながら連続的に成長したことは予想外であった。この面では、2018年の甚大な自然災害（第一四半期と第三四半期にネガティブな影響を与えている）の後、2019年10月に実施される消費増税により、成長は大きく変動を続けるだろう。駆け込み購入が、第2四半期と第3四半期に起きると思われる。

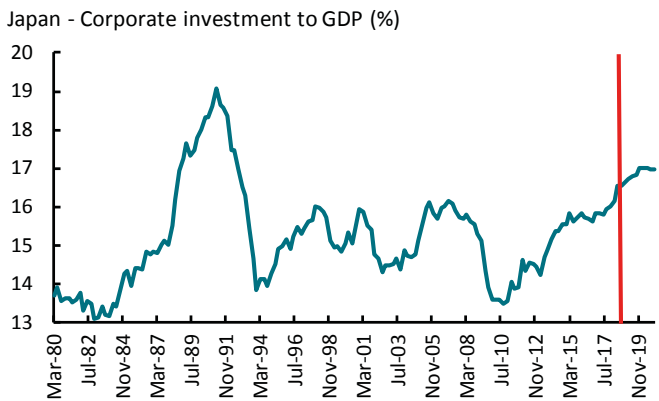
るが、その後、急速に下がると見ている。(図1)。前回の2014年の消費増税を意識して(その年の4月の消費増税は、日本経済を需給面での景気後退にした)、政府は、たとえば、食料品は対象外にするなど様々な相殺の対策を講じている。それゆえに2019年10月での影響はより緩やかで、2014年の影響の半分以下になると予想する。

この四半期ボラティリティの後、家計の実質所得は持続的な雇用創出や名目賃金の加速と、緩やかなインフレーションの回復から恩恵を受けており、国内主導の成長は2018年と同様に2019年は0.9%に安定するだろう。住宅投資は底に達しているかもしれない、もはや成長を圧迫はしないだろう。逆に純貿易は、(アジア貿易と合わせて広範囲に) さらに輸出が軟調になり、国内の回復を背景に、堅調な輸入の成長があるため、引き続き逆風となりそうである。

2020年の消費はやや減少

2020年には、0.5%という低い成長率を当社は予想している。最初に、増税に誘発された四半期の変動の後、消費速度は、消費増税によるマイナスの所得効果の結果として低くなるであろう(これは世帯の購買力を恒久的に削減する)。第2に、企業支出は、投資の対GDP比率と同じく、弱まっていき、すぐにピークに達すると見られている(図2)。

図 2: 2020年までにピークの投資サイクル



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

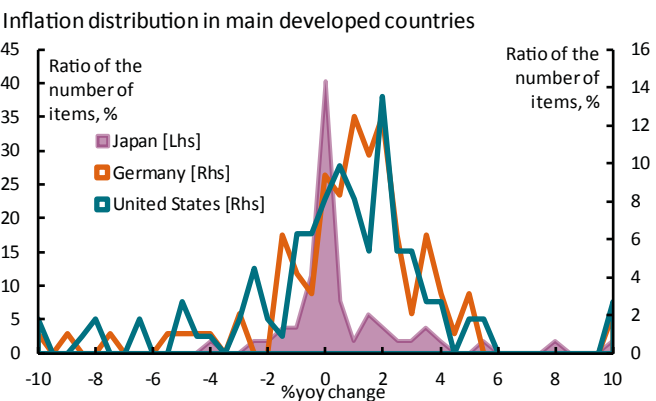
2020年のオリンピック大会を前にした一時的な活況は次第に消え去るので、この特徴は悪化しながら公的支出は2020年の第2四半期以降下降すると予想される。

コアインフレーションは、ほとんど固まってあまり上昇せず、期待は低い

日本銀行のアクションにもかかわらず、記録的にひっ迫する労働市場と各種統計は、労働力と資本の不足を指摘している。「新しい」コアインフレーション(米国とユーロ圏で定義されている方法と同様に、生鮮食品とエネルギーを除く¹⁾)では、大幅な増加はできなかった(2018年10月対前年比0.4%の増加)

高齢化社会と長年にわたり見られた低インフレーションの結果、低い水準に固まったインフレーション期待とともに(図3)、当社は、この特徴が広がり、「新しい」コアインフレーションが2019年と2020年に0.5%になると予測している。これらの数字は、消費増税の影響を除外しているが、当社の予想では、影響によって2014年のように「新しい」コアインフレーションは1年間だけ「隆起して」、一時的に1.3%のあたりに上昇するだろう。

図3: ほとんどのCPIバスケットは安定した価格

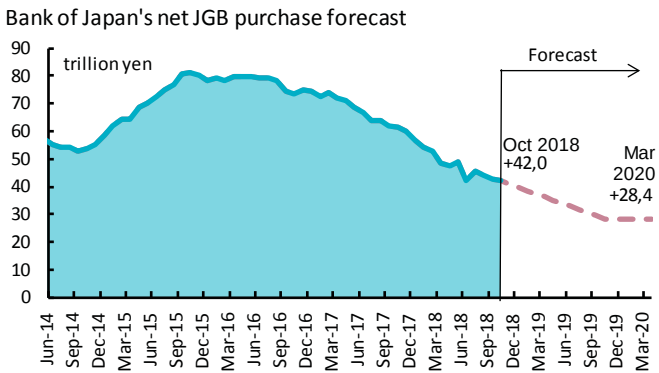


出所: データストリームと AXA IM R&ISによる計算 -2018年11月21日現在

日本銀行からもう少しのアクション

その間、日本銀行は、段階的に、ネットで資産購入を減らし、2016年の80兆円から向こう12ヶ月にわたり、28兆円に下げる(図4)。日本国債の純供給は増加するだろうが、これは、結果として日本国債の利回りを緩やかに上昇させるだろう。これは、7月の日本銀行の決断に合わせて、10年物日本国債を0%あたりで、変動幅を±0.1%から±0.2%へと広げるというものである。しかしながら、主要な金利の正常化はさらに長く待つことになり、日本銀行は金利を2021年まで変更しないと当社は見込んでいる。にもかかわらず、内閣閣僚の最近のコメントを見ると、インフレ目標が以前と比べてさほど興味を引かないものとなり、特に短期マイナス金利政策に関して(日本銀行の理事の何人かは、財政安定の観点からこれに強い懸念をもっている)日本銀行が早めに出口に向けて動くことを容認していると思われる。

図 4: 2019年のさらなる日銀のQQEテーパリング



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

次の景気後退に対する対抗手段が不足?

日本経済にとって残念なことだが、日本銀行には、次の景気後退に対処する金融政策の選択肢はほとんど残されていない。日本銀行総裁、黒田晴彦が、2年以内に価格目標2%を実現するべきであると宣言して、大量の量的質的金融緩和政策(QQE)

を始めてからすでに5年以上が経過している。その期間、日本銀行は新しいアプローチを試みた。それは、マイナス金利を導入して、金融政策をイールドカーブコントロールに変更したことなどだが、どちらもインフレーションレートを上げることには失敗した。むしろ、金利がマイナスになりイールドカーブがフラットになったことにより、日本銀行は政策の副作用について心配するようになった。これには、金融機関の収益性の低下と質の低い融資が含まれている。

このような状況のもとで、日本銀行が次の景気後退と戦うために取ることができる選択肢は、当社の見込みでは、主に「アナウンス効果」のために日本銀行が購入する日本国債のペースと数量を上げることに限定されるだろう。日本銀行はまた、超長期金利をさらに低下するために、イールドカーブコントロールの目標を日本国債10年物から20年物と30年物へとシフトする可能性もあるものの、上記に述べた副作用を考慮すると、日本銀行は、この選択を正当化するために苦戦するであろう。

外国債券の購入の可能性については、日本銀行は繰り返し、外国為替政策が財務省の管轄であるとして、これを否定している。さらに、これはかなりの為替介入であるため、日本政府は他国からかなりの抵抗に直面するだろう。特に米国は、日本との貿易で外交的な圧力を強めている。その代わりに、刺激策は主に財政面で行われて、年度財政目標を2030年までさらに遅らせる(すでに、安倍晋三首相により2025年まで先送りされている)であろう。



¹⁾通常米国とユーロ圏にとって参照されるコアインフレーションの概念と異なり、日本の標準のコアインフレーションの概念は、生鮮食品のみを対象外にして、原油価格のボラティリティのほとんどはそのまま残されている。

中国：綱渡りしながら

ヤオ・アイダン



- 米中貿易戦争の影響は、市場ショックから成長ショックに変化しながら、2019年の中国経済に強力な逆風を作りだすことになる
- 北京政府は、成長を維持する方向へ政策のかじを取るが、構造改革を反転させないという望みが、刺激策の活力を制限するだろう
- 十分な政策の埋め合わせがなければ、弱まるインフレにより、経済成長は2019年と2020年に6.1%に下がることが見込まれる
- 変化するマクロ環境により、北京は多方面で、改革の加速を余儀なくされるであろう

険しい道のりは、2019年にはさらに険しく

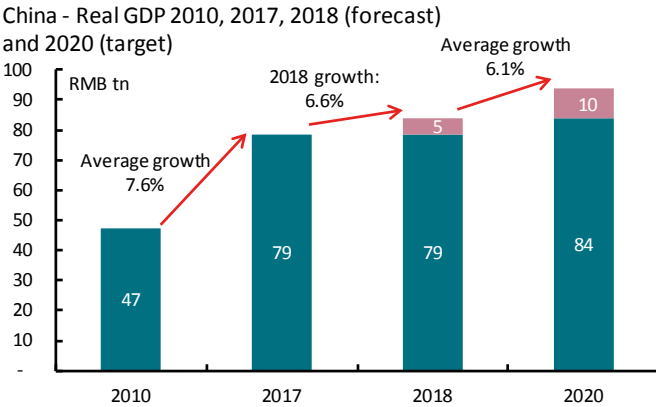
2018年は、中国の経済と金融市場にとって困難な年であった。2017年の強力な勢いに続いてポジティブな出だしを切ったものの、たちまち経済ファンダメンタルズと投資家心理は急速に冷え込んでしまった。米中貿易関係の悪化に向かう突然の転換は、中国の株式と通貨には痛い打撃であった。国内の政策として、特に債務削減とシャドーバンキングの管理を中心にしたことは、中国の内需を引き下げ、心理にネガティブに影響した。今マクロ政策が調整されている一方で、こうした変化は、ネガティブな成長のトレンドを反転させるのには不十分であると当社は考えている。当社の予測では、経

済は世界金融危機以来の最低の成長率である6.6%で2018年を終えるだろう。

2019年の亥年は、楽にはなりそうにない。対外的には、輸出が関税実施前に前倒しされているために、米中貿易戦争はまだ実態経済に影響を与えていない。しかしながら、このような「先取り」購入は永遠には続かないので、貿易摩擦の本当のショックが2019年初頭から中国にも打撃を与えると当社は見ている。成長の影響に加えて、貿易戦争もまた、中国の経常収支を黒字から赤字へ転換を加速させ、中国と世界の両方に重要な影響を及ぼす。

中国の国内状態は、例のごとく、国家の政策の盛衰により打撃を受ける。北京のサプライサイドの改革（2015年-2016年）と債務削減（2017年-2018年）は、過去数年の間で、マクロの風景を深く変化させ続けている。マクロ環境は今や再び変化し、北京は安定成長とリスクマネジメントの間で良好なバランスに向かって進むように舵をとることを求められるだろう。しかしながら、改革の進行を反転させないという望みの為に、北京が前回の緩和サイクルの時のように素早く積極的に経済を刺激するという能力は制限されてしまう。十分な政策の埋め合わせがなければ2019年と2020年には経済がさらに6.1%に減速すると当社は見ている。計算によると、この成長でも、2020年までに2010年のGDPを倍にするという国家目標を達成するためには十分であり、これにより景気が減速しても政治的異論の影響を受けにくくなるだろう（図1）。

図 1: GDP目標到達のために圧力を受ける北京



出所: CEICとAXA IM R&ISによる計算 - 2018年11月20日現在

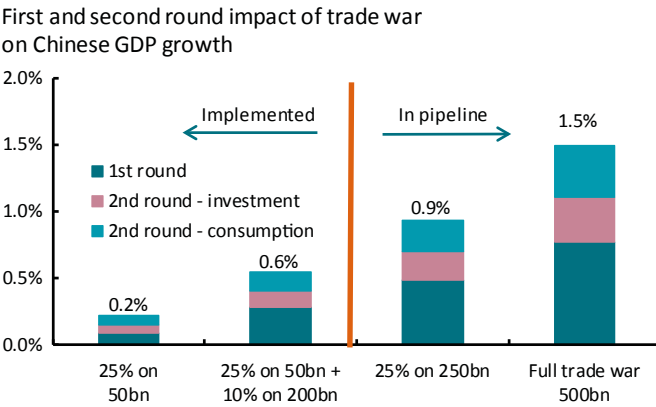
貿易戦争の実際の影響は、中国にも打撃を与える

詳細に調べると、2018年は、中国の外部環境では出来事の多い年になっている。トランプ大統領の反貿易に関する選挙公約から2017年のフォローアップのためのアクションがなかったことで、大衆は、ビジネスマインドを持つ大統領が対決で関与するより取引を行なうことに興味があると信じるようになった。しかしながら、そのような楽天的な見方は、貿易制裁、関税、多数の保護主義の脅威がグローバル市場に渡って大きなショックを伝播していることを含んで、2018年の出来事によって間違っていることが判明した。

他国と比べて、中国は、トランプ大統領の保護主義者の策略で、特異なポジションを占めている。トランプ大統領は、従来の同盟国と一時的な取り決めをする一方で、中国全製品を報復関税の下におくと繰り返し脅して、中国に圧力をかけ続けていた。表面では、保護主義者の大統領がこれまでに取った対策は、中国の「不公正」な貿易慣習を罰し、二国間の貿易バランスを維持するための必要な動きとして正当化されている。しかしながら、他の地域でもまた貿易で緊張が拡大し続けると、低迷が深刻化し始めており、米中関係の根本を揺さぶるものであって、現在の政治的建付けでは容易には修復できない。これは、貿易の衝突は一時悪化してから回復し、また世界の二大覇権国間の競争状況が将来他のフィールドに広がるリスクがあるだろうという当社の見方を強調するものだ。

長期化しそうな貿易紛争の性質を考えると、中国は、結果に対して準備する必要がある。2,500億ドルの製品に25%の関税を課すという当社の基本シナリオの場合、中国のGDP成長率は、直接的、間接的影響を考慮すると、0.9ポイントほど低くなる（図2）。需要が世界的に低下することと合わせて、進行している貿易の緊張は、中国の輸出に厳しい環境を作り、2018年のしっかりとした年の後、2019年には成長に急ブレーキをかけられると思われる。

図2: 貿易戦争は、2019年に影響し始めている



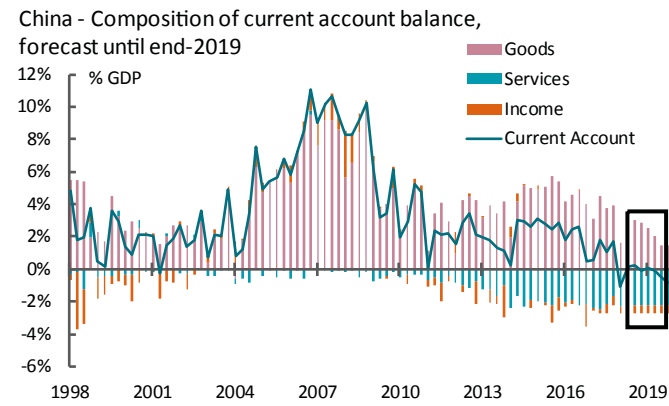
出所: AXA IM R&ISによる計算 - 2018年11月20日現在

貿易戦争の悪影響は、中国の経常収支にも感じられており、2018年の第1四半期に20年ぶりに初めて四半期で赤字を計上している。いかなるサプライズもなければ、当社は、経常収支が来年に1994年以来初の赤字になると見ている（図3）。タイミングは、貿易戦争によってはっきりと悪化する一方、経常収支の全体の展開は、消費主導の成長の方に向かうリバランスといった中国自体の国内要因の結果である。中国の経常収支における構造変化は、世界に重要な結果を持つことになる。

- 第1に、経常黒字が浸食されていくことは、中国がもはや世界の他の国に資本を輸出するのではなく、米国情債のような世界的資産への需要を削いでいることを意味する。
- 第2に、経常収支が赤字に転換すると、中国は、国内投資と借金のための資金を調達するために、海外から借りなければならない。これは、国内金利に圧力をあたえ、中国は変動する世界の資本の流れに影響を受けるようになる。
- 最後に、経常黒字が消滅すると、人民元のための構造的支援が取り除かれ、為替レートに対してさらに大きなボラティリティが作りだされる。

上記の展開は、今後北京の政策に影響を与えるだろう。外国資本を輸入する必要性によって、政府がさらに自由化し、外国の貯蓄を引きつけるために国内市場を開放することが求められる。さらに、中国は、債務拡大問題を注意して管理し、中国資産に対する投資家の信頼を保つ改革を促進させる必要がある。最後に、人民元の為替レートは、それが輸出の競争力を調整することによって経済の効果的な緩衝として機能するのであれば、さらに柔軟にする必要がある。端的には、中国の経常収支の転換は、北京にとって、今後何年にもわたる多く方面で改革を加速するための重要な触媒を意味する可能性がある。

図 3: 中国の経常収支の黒字は消滅する



出所: CEICとAXA IM R&ISによる計算 - 2018年11月20日現在

国内政策は、デリケートなバランスを必要とする

こうした成長の対外的困難さは国内経済に波及して、次に、GDP成長全般に影響していく(図2)。しかし当社の見方では、さらに大きな影響は、米中貿易戦争の影響を部分的に相殺するために必要な政府の政策調整に左右される。

中国をよく観測すると、見た目のGDPではなく、中国市場を動かしている国家政策の重要性がわかってくるだろう。2015年-2016年へ戻ると、北京が行った生産者物価や企業の収益性に関するサプライサイドの改革が2017年の大幅な株価上昇の種をまいたことがわかる。債務削減に向けた昨今の政策シフトは、銀行のシャドーバンキングへのかかわりを削減し、簿外の活動を正常化させることにより金融システムに深い変化を起こしている。景気振興の成功と合わせて、債務削減運動は、昨年の中国の負債比率の上昇傾向を止めて、GDPの256%に留めた。

“
短期的成長と長期的構造的進展を保持するもっとバランスのとれた政策ミックスが、新しい環境には必要である
”

2019年の中国の国家政策はさらに変化すると見ている。悪化するマクロ環境は、短期的影響をほとんど考慮していない北京の改革への突出したアプローチの扉を閉ざした。代わりに、短期的成長と長期的構造的進展を保持するもっとバランスのとれた政策ミックスが、新しい環境には必要である。

刺激策をさらに持続可能に

最近の展開は、そのような政策シフトがすでに進行中であることを示している。成長にかかる圧力に対抗して、北京は、地方政府の債務や、公共サービスの民間開放(PPP)プロジェクト、ノンバンク融資の仲介にかかる統制を緩和し始めた。さらに、中国人民銀行は、預金準備率を3回切り下げ、国内の流動性を押し上げ、中国政府は、家計と小規模企業の税負担を軽くした。

成長よりの政策シフトにもかかわらず、現在と過去の刺激策の間には、重要な違いがある。まず第一に、中国は、構造的な不均衡を悪化させるリスクがあるため、大規模な金融刺激策を実施する余地が乏しくなっている。形だけの流動性を投入したり、シャドーバンキング管理を大幅には緩和していないことは、当局がそのような手段の落とし穴に用心深く、注意して使用していることを示している。

その代わりに、財政刺激策は、さらに顕著に実施される。副作用のリスクが低くなった以外にも、財政政策は、北京が経済の特定のセクターを目標とするのを認めながら、さらに選択的に施行されることになる。後者は、当局が家計セクターや民営企業に対して、減税や助成金、規制緩和を通して、政策支援することを可能にしている。家計については、最近の個人所得減税が、GDPの0.6%にあたる最大5,000億人民元にのぼる節税を解き放つことができ、消費の促進とさらなる2019年の経済のリバランスを支援するものだ。

民営企業もまた、他の払い戻しや助成金とともに付加価値減税を受けており、政府はさらなる刺激策を誓約している。民営企業を政策サポートの中心におくことで、北京は、2つの目的を達成することができる。最初に、民営企業は、総計すると国営企業よりも負債が少なく、生産性や収益性が高いため、政府は刺激策について支出に見合う価値をもっと与えることになるだろう。しかし、さらに重要なことは、民営企業に揺るぎない支援を行うことを誓うことによって、北京が中国の経済発展における民間ビジネスの重要性を再び主張していることだ。国営セクターから離れて、民間セクターに資源を再配置することにつながる明白なアクションが続けて行われるのであれば、最終的な影響は、国営企業改革と同じである。

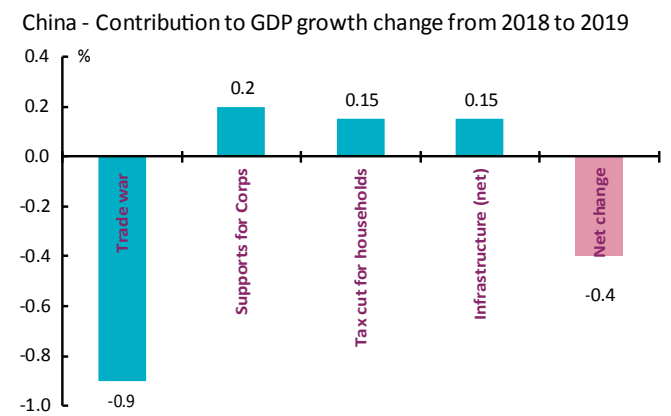
しかし、「制約のある」緩和政策は、コストがかかる

家計と民営企業を比較して、北京は、住宅市場とインフラストラクチャー投資に向けた政策緩和にさらに慎重になるだろうと当社は予想している。地方政府の債務統制をある程度緩和すると、インフラストラクチャー投資において新たな成長が促進されるだろうが、回復の規模は、過去の刺激策実施当時より浅いものになる。また当社は、住宅市場の政策が近いうちに大幅に転換されることも予測していない。最近の引き締め規模の縮小が第1四半期以降可能であったとしても、不動産セクターが依然2019年の経済成長の障害になっていると当社は見ている。

端的に言えば、「積極的な」財政政策と「慎重な」金融政策の組み合わせは、今後も今の状態のままであろう。この財政政策は地方政府の予算外の運用により増幅する拡大の可能性があり、今年2.5%だった財政赤字が3%へ上昇することになる。中国人民銀行は、預金準備率を3回から4回切り下げ、財政運営を補足し、中期貸出ファシリティ(MLD)のような中央銀行貸出ファシリティは完了するまで続けられるので、流動性を保つだろう。

全体的には、北京が試みた、持続可能な短期成長と長期成長の間のバランスをうまく両立させることは賞賛に値する。しかし、この「慎重な」政策緩和は、経済的反応の活力が下がるという代償を払うことになる。蓄積した刺激策は、2019年にさらに実施されるものでさえ、2019年にさらに6.1%にまで成長率が低下するのを防ぐには十分ではない。(図4)。この成長環境は、次に国内インフレーションに下向きの圧力をかける。当社見込みでは、インフレ率は今年の2.3%から緩やかに2%になるであろう。

図 4: 政策緩和は、貿易ショックを相殺しない



出所: AXA IM R&ISによる計算 - 2018年11月20日現在



リスクは、政策の不確実性にある

当社の基本的な見通しにとって最大のリスクは、ワシントンと北京の両方からの政策的な不確実性にある。前者は、とくに貿易政策に関して、予想することが極端に困難であることがわかっており、当社は2019年にトランプ大統領の決断の明快さが改善されることには期待していない。当社は、大きくなる米中紛争の状況で、北京からは成長率を6%を超えさせるというもっと積極的な政策対応を見込んでいる。この環境では、中国人民銀行が中立の政策スタンスを維持することができず、シャドーバンキングシステムの統制の手綱を緩めることで、債務削減を反転させなければならないかもしれない。北京は、成長を引き出すために、持続可能な経済という犠牲を払ってでも地方政府の債務や住宅市場に対する制限をあきらめなければならないかもしれない。しかしながら、投資家はそのような刺激策の長期的結果の方にすばやく目を向けるので、このような経済の押し上げのための積極的な動きは、市場のポジティブな反応を一時的に引きだすだけかもしれない。

対照的な面では、貿易戦争の「火事を消す」ことは、投資家心理をなだめ、経済への圧力を軽減させることになる。当局は、その場合、政策を積極的に緩和させる必要はないだろうし、経済の債務削減を引き続き行うかもしれない。これは、株式市場と為替市場にとってポジティブなシナリオになり、長引く米中貿易紛争の重要な中断としてすでに織り込まれている。

新興市場の経済の弾力性: 一種のマジック

イリナ・トパ-セリー、シャーリー・シェン



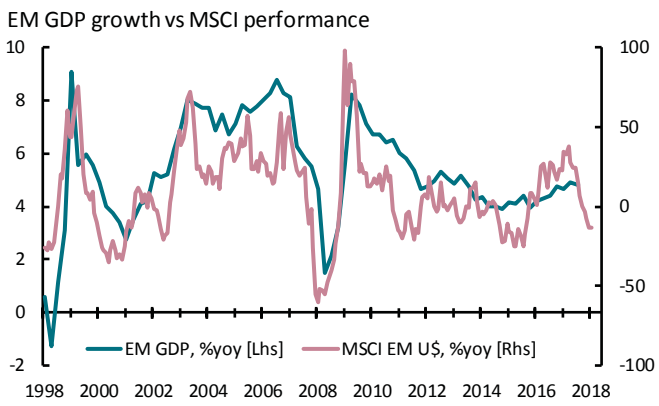
- 新興市場の最近の景気減速の始まりは2018年初頭にさかのぼり、その時は、グローバルの金融状態は引き締めが始まった時であった。成長は、2019年には比較的回復を維持するにもかかわらず、地域毎のトレンドや地域間のトレンドは乖離を見せている。
- ブラジルとインドのこれまで押さえつけられていた需要は、成長を牽引する助けとなるはずであり、一方で、グローバル経済の減速は、アジアと欧州のほとんどの発展途上国市場に影響をあたえそうである。2019年に選挙が行なわれるトルコとアルゼンチンの景気後退は不均衡をある程度緩めるだろうが、構造問題に取り組み、市場の期待をしっかりとつなぎ止めるためには、さらなる政策アクションが必要だ。
- 米ドルの強化や米国債金利の上昇、原油価格の過度の上昇、貿易戦争の激化の可能性など、新興市場の経済の軌跡に甚大な影響をあたえる多数の「未知」の要因のために、経済の見通しはもろいままである。

2018: 減速の始まり

2018年の初頭、「同時に起こる経済的成長」という誇張が、市場の熱気を助長した。ほぼ1年後には、この楽観論は消滅している。その代わりに法人税削減により支えられ長引きすぎたサイクルで、米国経済が堅調なまま続いた。この状況は、世界の金融状態の引き締め（米ドル高と米国債利回りの上昇）に寄与し、資本の流出により新興市場を悪化させた（図1）。その間米国政権は貿易紛争に関与し、大半の市場予測で当初見られていた以上にうまく運んだ。課されている関税の結果や対象となった経済制裁のために、摩擦が米国と中国、メキシコ、ロシアといった主要な新興市場の間で発生した。

しかし、経済成長は今年の上半期を通してむしろまだ回復していることがわかる。一部の国では第3四半期のGDPパフォーマンスの早期見通しが驚くほど強く、新興市場は2018年に4.6%のGDP成長率を達成する見込みで、これは2017年に記録された4.7%をわずかに下回る程度だ。しかし、経済減速の始まりは、2018年中盤にさかのぼる。トルコとアルゼンチンは強い逆風に直面し始め、当社は景気後退につながると見ている。しかし、これは、もっと広範な新興市場で幅広く鋭い調整を引き起こすほど十分には大きくない。

図 1: 2018 新興市場のGDP は市場よりも回復力がある



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

2019: 貿易エンジンから内需のバッファへ

米国貿易戦争の誇張、通貨ショック、世界的な金融状態の引き締め（歴史的見方ではまだ緩和状態にある）を含む一連の外部要因は、すべて新興市場の拡大を制限し、2019年はこれまでの成長トレンドを下回るであろう。関税の拡大が起こるという当社の見込みでは、中国人の輸出業者は2,000億ドルに相当する価値のモノに現行の10%から25%の関税を米国に支払わなければならない、翌年のグローバル貿易に影響をあたえるであろう。中国製品の大部分は中国ですべて生産されたというものではないために、こうした関税の影響は中国と米国を超えて広がることになる。加工されて、組み立てられた製品は、中国の全輸出の30%を占める。このサプライチェーンの連結は、米中貿易戦争からのショックが、中国と共同生産している多数の国々に向かって広がっていくことを意味する。中国の米国への輸出のように、サプライチェーンのパートナーから中国への部品や材料の輸入も減少していて、グローバルな生産プロセスにネガティブなショックが広がっている。メキシコとカナダは、中国が米国でマーケットシェアを失うことで正味の恩恵を受けているが、ほとんどのアジア諸国は、貿易戦争では犠牲になりやすい。ある国から他国への一時的な貿易中断と移転は世界的に移行コストがかかり、当社の見方では、新興市場全体では、2019年には強力な輸出成長エンジンからはもはや恩恵を受けないであろう。

その代わり当社の見方では、内需は比較的全体に回復力を保持しており、貿易量の軟化から来る圧力を和らげている。健全な家計のバランスシートや全般的に活況な労働市場、ブラジルとインドのような大きな新興市場の抑制されていた需要は、2019年に向けて家計消費を支えることになりやすい。さらに加えて、財政刺激策が、インド、インドネシア、フィリピン、タイを含むアジア経済を支援するものと思われており（これらの国々は、すべて2019年の上半期に選挙が行なわれる可能性がある）、また、韓国とマレーシア（2019年に向けて、比較的拡大予算が計画されている）も同様である。逆に、緊縮的な財政スタンスが、アルゼンチン、トルコおよびブラジルでも予想されている。

2019: 地域と地域内のトレンドの分岐

新興市場の成長は、2019年には4.6%に留まると思われる；この数字は一種のマジックであり、新興市場の地理的ブロック間の乖離や地域内の経済トレンド分岐を隠しているものである（図2）。

図2: 回復力は、乖離した地域トレンドを隠している

実質のGDP成長率 (%)				
地域/国	2017	2018e	2019e	2020e
新興国経済	4.7	4.7	4.6	4.7
中国	6.9	6.6	6.1	6.1
アジア、中国以外	5.8	6.1	6.1	6.1
韓国	3.1	2.8	2.6	2.5
インド	6.7	7.3	7.4	7.5
ラテンアメリカ	1.3	1.2	2.1	2.2
ブラジル	1.0	1.5	2.5	2.5
メキシコ	2.0	2.2	2.2	2.0
欧州新興国	3.9	3.2	2.2	2.6
ロシア	1.5	1.9	1.8	1.8
ポーランド	4.7	5.2	3.5	3.0
トルコ	7.4	3.5	0.5	2.5
他の新興国	2.6	2.9	3.2	3.4

出所: AXA IM R&ISによる計算 – 2018年11月23日現在

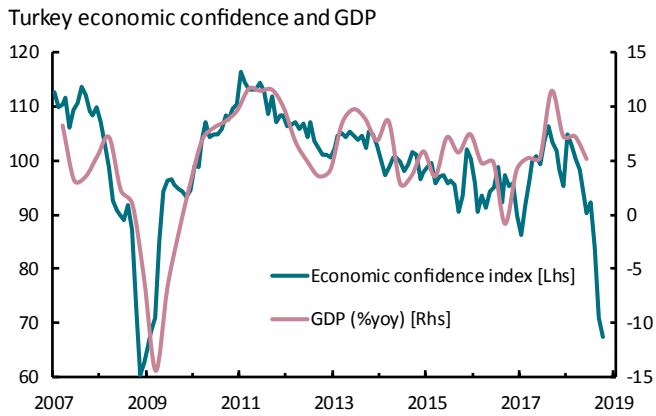
景気減速は、アジアでも引き続き起こりやすい。これは、貿易の逆風によって動かされ、中国、韓国、台湾、タイ、シンガポールにも影響するかもしれない。その間、インドとインドネシアは、ここ数年間の大幅な改革を通して後押しされた後、比較的頑健な成長を続けることを予想されている。インドは、構造的改革や好ましい人口ボーナスからの恩恵を受けるおかげで、インドの内需は2017年に弱くなった後2018年に持ち直し、この傾向は2019年にかけても続くであろう。インドネシアは、2014年以来回復力のある継続的な年5%の成長率を果たして、投資からの恩恵を受けて今後も続きそうである。また、インドとインドネシアは、貿易戦争によってももっとも影響を受けない国々の1つである。それにもかかわらず、インドとインドネシアの両国は原油輸入に大きく依存している為に、原油価格高騰には非常に脆弱な状態になり、各々の貿易収支が縮小してしまう。加えて、原油関連製品に払われる多額の助成金を考えると、原油価格の上昇は、公的財政に重しとなる。さらに、通貨の弱さが、これらの苦境に加わることになる。その結果、中央銀行は必然的に圧力を受け、金融政策には引き続き慎重だ。昨今の原油価格の軟調さが2019年も続くのであれば、インドとインドネシアにはこうした圧力がなくなり、これには、ポジティブな驚きを提供する余地が生まれる。

あまり上昇力のないグローバル経済の状況、特に、ユーロ圏での弱さは、欧州の新興市場の成長に圧力を与えるだろう。中央ヨーロッパの国々は、第3四半期の強力なGDP予想に記

されている通り、これまでのところほとんど悪化を示していない。強力な国内の活動と、欧州連合の資金が2019年へ向けて支援を与えるかもしれないが、GDPの成長はユーロ圏経済の弱さを反映して緩やかに進行すると見込まれている。

過熱しているトルコの経済は、2017年の選挙前の大規模な財政拡大によって支えられたが、今年は厳しい行き詰まりになっている。構造的な不均衡と米国との政治的緊張が大きくなっていることは、結果としてスプレッドを広げ、資産価格を失い、かなりの通貨価値の低下となった。信頼感をいくらか回復させ、インフレーション期待を落ち着かせ、通貨を安定させるために、トルコの中央銀行は1,600bp利上げして24%にした。それでも、トルコは、次の数四半期は景気後退に必然的に向かい(図3)、調整が厳しくなる可能性がある。一層の金融市場の圧力に対する金融政策と財政政策の対策が重要になることを考えれば、いかなる予想もエラーの幅が広がる。当社は、GDPの成長率は2018年に3.5%になった後、来年は0.5%になると予想している。トルコは綱渡りをしていて、政策の決断は、市場の期待をしっかりとつなぎとめる一方で、経済にかかる下向きの圧力を抑制する努力をすることの間で、適切なバランスを与えることが必要であろう。この状況で、予定されている地方選挙は、当初考えられていたよりもレジェップ・タイイップ・エルドラン大統領にとって困難なものになりそうだ。

図3: トルコの景気後退



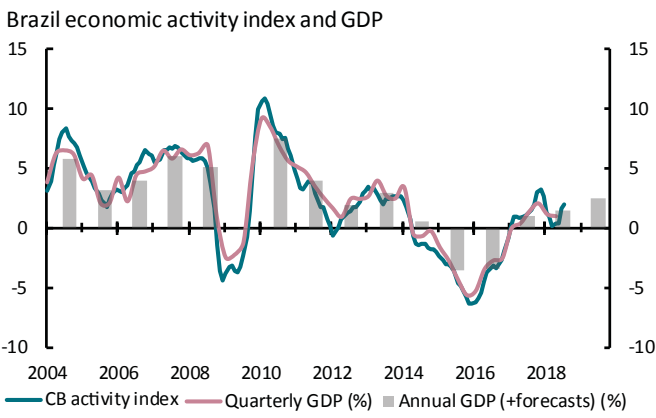
出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

ロシアでは、GDPの成長率は、高めの原油価格と内需の回復によって支えられて、2018年に1.9%に届くと予想されている。経済は、続く米国の制裁と不作の圧力を感じている。しかし、ロシアのマクロ経済の枠組みは、確かな財政ルールのおかげで、いまだ強いままである。2019年の付加価値増税の実施は、経済活動を抑制し続けると思われ、これは2019年の第1四半期の消費低下につながりやすい一方で、実質所得に対するネガティブな影響はその期間弱まるだろう。当社は総じて、消費はわずかに加速するが対外貿易は減速して、ロシアのGDP成長率は2019年と2020年に1.8%になると予測している。米国からの追加制裁は、当社の見通しには引き続き重要な脅威である。

ラテンアメリカでは、チリ、コロンビア、ペルーのアンデス経済は強い足場に留まっている。新たに選出された政権は、重要な改革の法案を通過させることを模索しており、これは、構造的な不均衡に取り組む一方で、経済成長を促進していくことに焦点をあてている。これは、長期的には成長を押し

上げるはずである。メキシコの経済は、2018年と同じペースで2019年に2.2%成長するだろう。この比較的弱めの水準は、少なくとも一部は米国の需要が下降しているためだ。新しく選出されたアンドレス・マヌエル・ロペス・オブラドール大統領（よくAMLOと呼ばれるが）は、12月に就任する予定であり、大統領の重要課題は、財政支出を増やすことを目的としている。これは、メキシコの国家信用の価値を落とし、通貨に圧力をかけ、調達状況の引き締めを再び強める可能性がある。それにもかかわらず、当社は、メキシコ企業の強さと、公的財政の悪化を限定するはずの財政責任法の施行に自信を持っている。アルゼンチンはすでに景気後退にあり、厳しい調達条件と、IMFの借り入れ予約の中で合意した財政調整とを考えると、成長は2019年にマイナスの領域で留まるだろう（しかし、おそらく2018年よりはましな程度で）。総選挙は、厳しい経済環境の中で2019年の下半期に行なわれる。

図 4: 2019年に向けて、ブラジルが加速



出所: データストリームとAXA IM R&Iによる計算

ブラジルは、歴史上もっとも厳しい景気後退に続いて不活発なところから持ち直すとみられていて、当社予測では、内需が落ち込んだレベルから回復することに支えられて、成長率は2018年の1.5%から2019年の約2.5%に上昇するであろう(図4)。しかしながら、重要な障害は残っている。新しく選出されたジャイル・ボルソナーロ大統領は、国家債務の軌道を持続可能な道へ導くために非常に必要とされる構造的改革を採用するために、分裂したブラジルの議会を説得する必要がある。このような政策行動を成功させることは、経済的見通しに大変重要である。

中東の経済は、(米国の制裁を受けて、マイナスの経済成長に苦しむ可能性が高いイランを除いて)サウジ・アラビアの強い原油価格動向と、エジプトの改革の勢いを背景として好ましい景気拡大路線の環境を享受するはずである。

政策実施を伴うもう一つの政治的年

2019年は、インド、インドネシア、タイ、フィリピン（中間選挙）を含む多数の国で大きな選挙の年だ。全般的には、当社は驚くような結果を予想しておらず、政策の継続を予想している。インドでは、選挙の政治的結果は、政策の方向が前進するために特に重要である。ここでは、最大の戦いが、インド人民党と主要な野党であるインド国民会議の間で起こりやすい。しかし、もしモディ首相が交代したとしても、政策は継続すると予想されている。インドネシアでは、現在の世論調査で現職のジョコ・ウィドド大統領が20ポイントリードし、大統領の再選の見込みが強い。タイの軍事政権は、選挙をかなり遅れて2月にやっということを約束しており、軍部による運営から文民運営の政府に戻る事ができるはずだが、さらに延期される可能性もある。最後に、フィリピンの中間選挙では、ロドリゴ・ドゥテルテ大統領の政策を支持する人々の割合が明らかになるだろう。

新興市場の政策立案者の明敏さをテストする

世界的に資金調達環境が厳しくなったことにより引き起こされた現在の経済減速の速度は、特に脆弱な経済圏においては、政策への反応の質に左右されるだろう。当社は、過去の軟調な為替と原油価格の強さの影響が薄れてくるので、インフレーションの圧力は2019年に後退すると見ている。成長の軟化によって、財政の引き締めは2019年にはそれほど必要ではないだろう。だがいくつかの中央銀行、特に、トルコ、アルゼンチン、インド、インドネシア、フィリピンでは、通貨を安定させるため、あるいはインフレ期待を確実につなぎ留めておくために行動する必要があるかもしれない。これまでのところ、外国為替レートの柔軟性は、昨今の対外ショックを吸収することに役立ったが、民間や公的のバランスシートに影響を与えるだろう。2018年の通貨市場における中央銀行の介入は、ストレスの瞬間における市場の機能不全に取り組むことに重点を置いていたものではあったが、かなり限定的なままであった一方、十分な外貨準備のバッファーを維持していた。これは来年も続くだろう。前に言及したとおり、アルゼンチンとブラジルは例外だが、新興市場の財政政策は、むしろ反景気循環的である。



予測概要

Real GDP growth (%)	2018*	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
World	3.8	3.6		3.5	
Advanced economies	2.4	2.0		1.5	
US	2.9	2.3	2.6	1.4	1.9
Euro area	1.9	1.4	1.7	1.2	1.5
Germany	1.5	1.4	1.7	1.2	1.5
France	1.6	1.4	1.7	1.3	1.6
Italy	1.0	0.6	1.0	0.5	0.9
Spain	2.5	2.2	2.3	1.7	1.9
Japan	0.9	0.9	1.1	0.5	0.6
UK	1.3	1.8	1.5	2.0	1.6
Switzerland	3.0	1.7	1.7	1.5	1.7
Emerging economies	4.7	4.6		4.7	
Asia	6.3	6.1		6.1	
China	6.6	6.1	6.2	6.1	6.0
South Korea	2.8	2.6	2.6	2.5	2.5
Rest of EM Asia	6.1	6.1		6.1	
LatAm	1.2	2.1		2.2	
Brazil	1.5	2.5	2.3	2.5	2.6
Mexico	2.2	2.2	2.1	2.0	2.4
EM Europe	3.2	2.2		2.6	
Russia	1.9	1.8	1.5	1.8	1.7
Poland	5,2	3,5	3,6	3,0	3,1
Turkey	3,5	0,5	0,8	2,5	3,0
Other EMs	2,9	3,2		3,4	

Source: Consensus Economics, IMF and AXA IM R&IS calculations – As of 5 December 2018

CPI Inflation (%)	2018*	2019*		2020*	
		AXA IM	Consensus	AXA IM	Consensus
Advanced economies	2.0	1.9		2.1	
US	2.5	2.5	2.3	3.0	2.2
Euro area	1.8	1.5	1.7	1.4	1.7
Japan	1.0	0.7	1.9	0.5	1.7
UK	2.5	2.0	1.7	2.3	1.5
Switzerland	1.0	0.7	1.4	1.0	1.3
Other DMs	1.8	1.9		2.0	

Source: Consensus Economics, IMF and AXA IM R&IS calculations – As of 5 December 2018

		Central bank policy					
		Meeting dates and expected changes (Rates in bp / QE in bn)					
		Current	End-18	Q1 - 19	Q2 - 19	Q3 - 19	Q4 - 19
United States - Fed	Dates	2.00 - 2.25	18-19 Dec	29-30 Jan 19-20 Mar	30-1 Apr/May 18-19 Jun	30-31 July 17-18 Sep	29-30 Oct 10-11 Dec
	Rates		+0.25 (2.25-50)	+0.25 (2.5-75)	+0.25 (2.75-3.00)	unch (2.75-3.00)	+0.25 (3.00-25)
Euro area - ECB	Dates	-0.40	13 Dec	24 Jan 7 Mar	10 Apr Jun	6 25 July 12 Sep	24 Oct 12 Dec
	Rates		unch (-0.40)	unch (-0.40)	unch (-0.40)	+0.15 (-0.25)	unch (-0.25)
Japan - BoJ	Dates	-0.1/¥42tn	19-20 Dec	22-23 Jan 14-15 Mar	24-25 Apr 19-20 Jun	29-30 Jul 18-19 Sep	30-31 Oct 18-19 Dec
	Rates / QE		unch/taper	net QQE ¥40tn	unch/taper	unch/taper	net QQE ¥30tn
UK - BoE	Dates	0.75	20 Dec	7 Feb 21 Mar	2 May 20 Jun	1 Aug 19 Sep	7 Nov 19 Dec
	Rates		unch (0.75%)	unch (0.75%)	+0.25% (1.00%)	unch (1.00%)	+0.25% (1.25%)

Source: Datastream, AXA IM R&IS calculations - As of 23 November 2018)

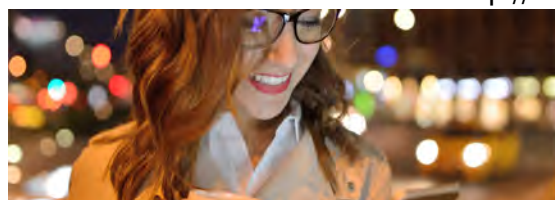
2019年イベントカレンダー

2019	Date	Event
January	1 Jan	US 25% Tariffs on \$200bn of Chinese imports
	23 Jan	BoJ Meeting
	24 Jan	ECB meeting
	22-25 Jan	World Economic Forum
	30 Jan	FOMC meeting
February	7 Feb	BoE meeting
	17 Feb	Section 232 investigation into Autos deadline
	February	Thailand General Election
March	1 Mar	US Debt Ceiling Lifted
	7 Mar	ECB Meeting
	15 Mar	BoJ Meeting
	19 Mar	FOMC meeting
	21 Mar	BoE Meeting
	29 Mar	Brexit Day
	31 Mar	Ukrainian Presidential Elections
	March	China National Congress
April	10 Apr	ECB Meeting
	12-14 Apr	IMF/World Bank meetings
	17 Apr	Indonesia General Election
	25 Apr	BoJ Meeting
May	April/May	Indian General Election
	1 May	FOMC Meeting
	2 May	BoE Meeting
June	26 May	EU & Belgium Elections
	6 Jun	ECB Meeting
	19 Jun	FOMC Meeting
July	20 Jun	BoJ & BoE Meeting
	25 Jul	ECB Meeting
	30 Jul	BoJ Meeting
	31 Jul	FOMC Meeting
August	1 Aug	BoE Meeting
	August	US Debt Ceiling lift expected to bite
September	12 Sep	ECB Meeting
	13 Sep	End of US Fiscal year
	18 Sep	FOMC Meeting
	19 Sep	BoJ & BoE Meeting
October	20 Oct	Swiss Federal Election
	21 Oct	Canadian Federal Election
	24 Oct	ECB Meeting
	27 Oct	Argentine General Election
	30 Oct	FOMC Meeting
	31 Oct	BoJ Meeting
November	7 Nov	BoE Meeting
December	11 Dec	FOMC Meeting
	12 Dec	ECB Meeting
	19 Dec	BoJ & BoE Meeting

略語表

1Q18	first quarter of 2018	ISM	Institute of Supply Management
1H18	first half of 2018	JGB	Japanese Government Bonds
[Lhs]	left hand scale (graph)	£	Pound Sterling
[Rhs]	right hand scale (graph)	LatAm	Latin America
a.r.	annualised rate	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
BIS	Bank for International Settlements	METI	Japan’s Ministry of Economic Trade and Industry
BLS	US Bureau of Labor Statistics	mom	month on month
bn	billion	MRO	Main Refinancing Operation
BoE	Bank of England	n.s/a	non-seasonally adjusted
BoJ	Bank of Japan	NAFTA	North American Free Trade Agreement
bp(s)	basis point(s)	NBER	National Bureau of Economic Research
CBO	Congressional Budget Office	NPL	non-performing loans
CEE	Central and Eastern Europe	NFIB	National Federation of Independent Business
CEEMEA	Central and Eastern Europe/Middle East/Africa	OECD	Organisation for Economic Cooperation and Development
CPI	Consumer price index	OIS	Overnight indexed swap
DM	Developed market	OMT	Outright Monetary Transactions
EBA	European Banking Authority	P/B	price-to-book ratio
EC	European Commission	P/E	price/earnings
ECB	European Central Bank	PBoC	People Bank of China
EM(s)	Emerging market(s)	PCE	personal consumption expenses
EMU	European Monetary Union	PEG	price/earnings to growth
EPFR	Emerging Portfolio Fund Research, Inc.	PMI	Purchasing Manager Index
EPS	Earnings per share	pp	percentage point
ERP	Equity risk premium	PPI	Producer price index
ESM	European Stability Mechanism	PPP	purchasing power parity
ETF	Exchange-Traded fund	QE	Quantitative easing
EU	European Union	QQE	Quantitative and qualitative easing
€	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	SMEs	Small and medium size enterprises
GBP	Pound Sterling	SMP	Securities Markets Programme
GDP	Gross Domestic Product	SWF	Sovereign Wealth fund
GFC	Global Financial Crisis	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	US\$	US dollar
IIF	Institute of International Finance	¥	Yen
INSEE	French National Institute of Statistics and Economic Studies	yoy	year on year
IMF	International Monetary Fund	ytd	year to date

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



Insights Hub

Accédez à nos dernières analyses sur les tendances et évolutions macroéconomiques qui influent les marchés.

www.axa-im.com/insights

ご留意事項

当資料は情報提供を目的としたものであり、アクサ・インベストメント・マネージャーズにおいて、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。当資料は個人的なデータや案、見通しや推定及び仮定に基づいて作成されたものです。この分析や結論は特定の時期の入手可能なデータに基づいた意見の表明です。

この分析は主観的かつ示唆的な見方であるために、経済の変動要因の実際の展開や金融市場の価値は当資料で用いた適用内容（案、予測、推定と仮定）とは大きく異なることがあります。

更に、単純化してあるために、当資料に与えられた情報は個人的なものとして見なすべきものです。当資料は予告なく変更されることがあります。またアクサ・インベストメント・マネージャーズは当資料を更新しまた変更することがありますが、それは義務ではありません。

当資料のすべての情報は経済や市場統計の公式の提供者により提供されたデータに基づいて作成されています。アクサ・インベストメント・マネージャーズは当資料に基づいて、または、当資料に依存してなされた決定についてなんら責任を負うものではありません。

更に、こうした分析や意見の個人的な性質のために、これらのデータ、案、予測、推定、仮定、及びまたは意見が、それぞれ自身の意見を持ち、独立している社内の各部署としてアクサ・インベストメント・マネージャーズの経営陣またはその子会社によって利用され、または、従う必要はありません。

この情報を受け入れることにより、当資料の受取人は、受取人がここに書かれた戦略の潜在的な価値を評価することのみに情報を使用しそのほかの目的では使用しないことに同意しており、また、他の何者にもこうした情報を漏らさないことに同意しています。この情報は、全体であれ、部分的であれ、アクサ・インベストメント・マネージャーズの承認がない限り、複製が禁止されています。

当資料は、アクサ・インベストメント・マネージャーズ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。日本語への翻訳に際しては、その解釈や表現に細心の注意を払っていますが、万一英文と日本語文の間に解釈や表現の違いが生じた場合には英文が優先します。

当資料は、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。当資料の内容は、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。

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、日本証券業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

© AXA Investment Managers 2018. All rights reserved

Design & Production: Internal Design Agency (IDA) | December 2018 | 29-010279 | Photo Credit: GettyImages

axa-im.com