

投資環境の見通し

2019年 **2**月号

マーケットレポート一覧はこちら
Click here

今月の注目点

世界経済「軟着陸」の条件

製造業中心に景況感が悪化

2018年末から2019年初にかけての経済データをみると、主要国の製造業に関するデータが予想よりも悪化した。特に2018年12月に関しては主要国の多くで製造業の企業心理が大幅に低下した。米中の関税引き上げを前にした駆け込み生産・輸入の一巡、中国の消費下振れ、政治リスクが継続する中での生産・設備投資の一時見合わせなどが背景だろう。2019年1月のデータには一部小幅な持ち直しもみられるが、在庫調整が進み製造業の生産が持ち直すには多少の時間がかかることが多い。2019年前半の世界経済には、下押し圧力が残っている。

FRBの政策転換

ただ、年央から年後半に世界経済は安定を取り戻す見通しで、2019年の経済成長率は3.7%

と2018年（3.8%）から小幅の減速にとどまる「軟着陸」型の展開を予想する。

世界経済の底割れが回避されると予想する第1の理由は、インフレの安定、株価下落、実質長期金利の高止まりを受けて、米連邦準備制度理事会（FRB）が政策スタンスを転換したことである。2019年1月（29-30日）の連邦公開市場委員会（FOMC）後の声明では「更なる追加利上げ」という文言が削除され、「将来的に適切な政策変更を決めるにあたり、忍耐強く待つことが可能」とした。

パウエルFRB議長が「政策金利は中立のレンジにある」と述べたこととも合わせ、FRBは相当期間にわたり、政策金利を現状近辺で維持する方針と考えられる。

製造業PMI

(ポイント)

| | グローバル | 先進国 | | | | 新興国 | | | | | |
|-------|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | 米国 | ユーロ圏 | 日本 | 中国 | ブラジル | ロシア | インド | | | |
| 2017年 | 1-3月期 | 52.8 | 54.0 | 54.2 | 55.6 | 52.8 | 51.2 | 51.3 | 46.8 | 53.2 | 51.2 |
| | 4-6月期 | 52.6 | 54.0 | 52.5 | 57.0 | 52.7 | 50.8 | 50.1 | 50.9 | 51.2 | 51.7 |
| | 7-9月期 | 53.0 | 54.2 | 53.1 | 57.4 | 52.4 | 51.3 | 51.2 | 50.6 | 52.1 | 50.1 |
| | 10-12月期 | 54.0 | 55.7 | 54.5 | 59.7 | 53.5 | 51.7 | 51.1 | 52.4 | 51.5 | 52.5 |
| 2018年 | 1-3月期 | 53.9 | 55.6 | 55.5 | 58.3 | 54.0 | 51.7 | 51.4 | 52.6 | 51.0 | 51.8 |
| | 4-6月期 | 53.2 | 54.7 | 56.1 | 55.5 | 53.2 | 51.2 | 51.1 | 50.9 | 50.2 | 52.0 |
| | 7-9月期 | 52.5 | 53.8 | 55.2 | 54.3 | 52.4 | 50.7 | 50.5 | 50.8 | 49.0 | 52.1 |
| | 10-12月期 | 51.9 | 52.8 | 54.9 | 51.7 | 52.6 | 50.5 | 50.0 | 52.1 | 51.9 | 53.4 |
| 2019年 | 10月 | 52.1 | 53.2 | 55.7 | 52.0 | 52.9 | 50.5 | 50.1 | 51.1 | 51.3 | 53.1 |
| | 11月 | 52.0 | 52.8 | 55.3 | 51.8 | 52.2 | 50.8 | 50.2 | 52.7 | 52.6 | 54.0 |
| | 12月 | 51.5 | 52.3 | 53.8 | 51.4 | 52.6 | 50.3 | 49.7 | 52.6 | 51.7 | 53.2 |

(出所) IHS Markit, Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

この資料の巻末ページに当資料のご利用にあたっての注意事項を記載しております。必ずご確認ください。
 上記は当資料作成現在のものであり、将来の成果及び市場環境の変動等を示唆あるいは保証するものではありません。
 将来予告なく変更される場合があります。

世界経済「軟着陸」の条件

更に、FRBはバランスシート縮小に関する新たなガイドラインを公表した。準備預金が潤沢な状態を維持するとして、保有国債残高の縮小を早期に停止する可能性が大きいことを示唆した上、状況によってバランスシートの規模や構成に関する政策を調整するとした。FRBが12月の経験を踏まえて迅速にスタンスを変えたことで、株価の持ち直し・社債市場でのスプレッド（上乗せ金利）の縮小などを通じて米国の金融リスクが低下した。加えて、米ドル高圧力の後退により、インフレが安定している一部の新興国では金融緩和余地が生まれているほか、商品市況も安定を取り戻しつつあり、新興国経済の持ち直しにつながる可能性が高い。

中国の景気対策と米国の消費者

第2に、米中景気の底割れが回避されることが挙げられる。中国は政策への期待が大きい。中国の製造業購買担当者景気指数（PMI）は2019年1月に小幅持ち直したとはいえ、なお50を下回っており、2018年前半の中国の成長率は前年比6.2%程度に減速しよう。しかし、2019年は建国70周年にあたり、中国政府は建国記念日（10月1日）を迎える年後半にむけ景気刺激策をとる可能性が高い。すでに中国政府は、消費刺激のための減税・補助金や冬場以降のインフラ投資の進捗の一部について3月の全国人民代表大会（全人代）に先立って発表を行っている他、一部地域などにターゲットを絞った金融緩和策も検討されるとみられる。こうした政策を受け、成長率

は2019年後半には6.3%程度に回復する公算が大きい。

米国では家計の健全性が安心材料だ。米家計は金融危機後、債務をあまり増やさず、貯蓄率は6～7%台を安定してきた。貯蓄投資バランスもGDP比3.6%（2018年1-9月平均）と金融危機前のゼロ%前後から大きく改善している。今後製造業の景況悪化が雇用に与える影響が軽度なものととどまれば、米GDPの約7割を占める消費が景気を支えよう。

ここ20年ほどの米景気を全米供給管理協会（ISM）景況感指数の動きによって振り返ると、景気拡大・縮小の分かれ目である50を製造業・非製造業ともに下回った場合は景気後退となった（2001年、2008年など）。一方、製造業の指数が50を下回っても、（消費に支えられ）非製造業指数が52～53前後で下げ止まったケース（2005年、2012年、2015年）では、「成長鈍化」で済み、景気後退は避けられている。

米中交渉の決裂回避

第3は2月末に向けた米中貿易交渉で米中とも決裂は望んでいない、という点である。IT産業育成策等については交渉・対立が続こうが、決裂・関税引き上げという最悪ケースは回避すると予想される。

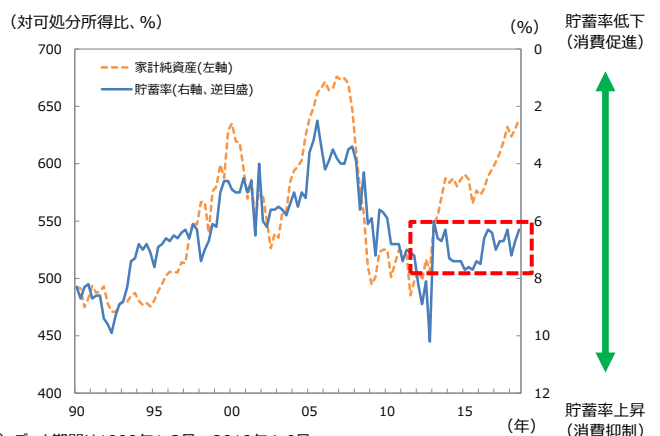
これら「軟着陸の条件」を睨みつつ、2019年1-3月の金融市場は徐々にリスク選好度が高まる、というのがメインシナリオである。

景気浮揚に関する中国政府の主要施策・方針表明等（2018年10月以降）

| 2018年後半（10月以降）実施・決定・計画 | 想定規模 |
|---|--------------------|
| ① 10月に減税策追加 ・個人所得税の減税（全面実施は2019年1月） ・研究開発減税 | 3,200億元 |
| ② 12月、鉄道建設計画を新たに認可 | 8,600億元 |
| ③ 12月、人民銀行が条件付き中期貸出制度を導入（2019年1月開始） | |
| ④ 2025年までに国家物流ハブを150か所建設する計画（物流インフラ建設への財政・金融支援を増やす） | |
| 2019年実施・予定・検討 | |
| ① 預金準備率を引き下げ（1/15、1/25、計1%ポイント） | |
| ② 減税拡大 ・個人所得税の減税縮小拡大 ・中小零細企業向け減税 | 1,160億元 2,000億元 |
| ③ 今後予定されている減税 ・付加価値税の減税 ・社会保障料の引下げ検討 ・自動車・家電消費の促進策 | — |
| 備考 | |
| ①減税規模は3月の全人代で公表される見直し | |
| ②12月の中央経済工作会議で決定した運営方針 ・大規模な減税手数料軽減（2018年は1,396億元） ・インフラ投資向け地方債の大幅積み増し（2018年は1,396億元） ・穏健な金融政策は引き締めと緩和を適度に ・人民元の言及なし ・家は住むもので投機の対象ではない | |

（出所）各種報道・政府HPを基に三井住友アセットマネジメント作成

米家計純資産と家計貯蓄率



3つのリスクファクター

FRBの政策転換で米国金融に関するリスクは一旦低下したが、以下の3点が1-3月期の不透明要因として残る。

第1に、最大の注目材料は米国の通商政策（米中貿易交渉の帰趨）だろう。経済協力開発機構（OECD）の付加価値別貿易統計（2018年12月公表の新データ）を使用した試算では、米中の制裁関税が現状でとどまれば中国経済への影響は▲0.38%程度にとどまる。10%程度公共投資を増額すれば0.5%程度は景気が刺激できるので対応可能な影響といえる。しかし、2月末に向けての交渉が不調に終わり、米国が中国からの輸入2,000億ドル相当に対する関税率を現行の10%から25%に引き上げた場合は▲0.65%、中国からの全輸入品に25%関税を課した場合は▲1.10%と影響が大きくなる。

1月30-31日の米中閣僚会議では、中国が米国農産物・エネルギーの輸入増方針を示す一方、2月半ばにトランプ政権が財務長官と米国通商代表部（USTR）代表を中国に派遣すること

になった。

最終的には、中国の輸入増などで具体的に合意、サイバー攻撃・強制的技術移転については中国側の対策実行を求める形とする一方、情報技術（IT）産業育成策では、ファーウェイ問題などミクロの問題を含めて議論継続の枠組みを設定して、決裂を避けるのではないかとみられる。米閣僚の訪中を受けて、一部で報じられている米中首脳会談が実現するかどうか焦点となりそうだ。

第2に、主要国の雇用動向である。製造業の調整については既に金融市場は織り込みつつある。それが雇用を通じてどの程度消費・サービス部門に波及するか市場は敏感になってこよう。

第3に、英国の欧州連合（EU）からの離脱（Brexit）である。1月29日に英議会が可決した離脱案の修正については、EU側が受け入れる可能性は低く、2月14日に英議会で他の提案について改めて投票が行われる公算が大きい。離脱期限を延長するのか、ショックを避ける措置をとりつつ、合意なしの離脱に向かうかが引き続き問われよう。（吉川チーフマクロストラテジスト）

当面の重要日程と政治リスク

| 2019年 海外 | | | 2019年 日本 | | |
|----------|--------|--------|--|-----------|-------------------|
| 2月 | 4-10日 | 中国 | 春節休暇 | 2月 1日 | 日EU経済連携協定（EPA）発効 |
| | 13日まで | 英国 | 欧州連合（EU）離脱協定案の議会採決 | | |
| | 26日 | 英国 | 議会によるEU離脱協定案承認期限（見込み）（承認されなければ離脱日（3月29日）の延期をEUに求めることに） | | |
| | 27-28日 | 米国・中国 | 米中首脳会談 | | |
| | 月内 | 米国 | 大統領予算教書 | | |
| | 月内 | 米国・北朝鮮 | 米朝首脳会談 | | |
| | 月内 | 米国 | 米商務省、輸入自動車に関する調査を公表予定 | | |
| | 月内 | 米国 | FRB議長半期議会証言 | | |
| 3月 | 1日 | -- | 米中貿易協議 交渉期限 | 3月 14-15日 | 金融政策決定会合 |
| | 1日 | 米国 | 連邦債務の法定上限引き上げ期限 | 中旬 | 春闘集中回答日 |
| | 7日 | ユーロ | ECB理事会（見直し） | | |
| | 19-20日 | 米国 | FOMC | | |
| | 21-22日 | ユーロ | EUサミット | | |
| | 24日 | タイ | 総選挙 | 10日 | 自民党党大会 |
| | 29日 | 英国 | EU離脱 | | |
| | 月内 | 中国 | 全国人民代表大会（全人代） | | |
| 4月 | 10日 | ユーロ | ECB理事会 | 4月 1日 | 新元号発表 |
| | 12-14日 | -- | 国際通貨基金（IMF）世銀総会（ワシントン） | 19日 | 金融システムレポート（日銀） |
| | 17日 | インドネシア | 大統領選 | 7、21日 | 統一地方選 |
| | 30-1日 | 米国 | FOMC | 24-25日 | 金融政策決定会合（基本的見解） |
| | 中旬 | 米国 | 為替報告 | 30日 | 天皇陛下退位 |
| | 月内 | -- | IMF World Economic Outlookの公表 | | |
| | 4月～5月 | インド | 総選挙 | | |
| 5月 | 13日 | フィリピン | 全国統一選挙 | 5月 1日 | 改元 |
| | 23-26日 | 欧州 | 欧州議会選挙 | | |
| 6月 | 9日 | メキシコ | 地方選挙 | 6月 8-9日 | G20財務相・中銀総裁会議（福岡） |
| | 18-19日 | 米国 | FOMC | 14-15日 | 金融政策決定会合 |
| | 22-23日 | -- | 東南アジア諸国連合（ASEAN）首脳会議（バンコク） | 28-29日 | G20首脳会議（大阪） |
| | | | | 月内 | 通常国会会期末 |

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友アセットマネジメント作成

米国：年央にかけて減速後、持ち直し

米中対立の影響などから1-3月はISM指数など製造業の景況感が下振れ傾向を示すとみられ、月次データでは雇用にも攪乱的な動きがあろう。但し、消費など内需が底堅いため、最終的に雇用が大崩れする可能性は低いと予想する。米中交渉の決裂が回避されれば、2019年央に向け米ドル高の悪影響が一巡し、中国の景気対策の効果等から、米景気はやや持ち直そう。FRBは政策金利を現状近辺で維持する方針と考えられる。

中国：政策効果を期待

2018年12月の鉱工業生産は前年比5.7%と前月（同5.4%）から回復したが、景況感の悪化からみて製造業の調整は2019年1-3月にかけて続くだろう。但し、2018年10-12月の都市部有効求人倍率は1.27倍と上昇、雇用・消費は底堅い。2019年は建国70周年にあたり、中国政府は消費刺激策やインフラ投資を進めるとみられ、成長率は2019年前半に前年比6.2%程度に減速後、後半は同6.3%に回復しよう。

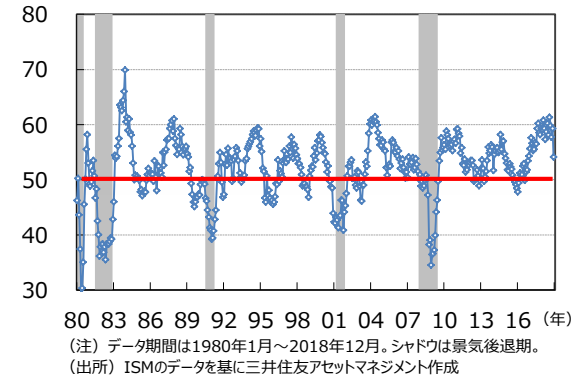
ユーロ圏：利上げは後ずれする方向

対中輸出の落ち込み等から製造業は2019年初にかけ停滞傾向。先行き不透明感を受け投資が一部先送りされている可能性もある。但し、財政拡張を背景にサービス、建設、消費は底堅い。総合景況感指数も長期平均を上回っており、1%台半ばの成長は可能。労働市場が堅調なため、欧州中央銀行（ECB）は金融政策の正常化方針を維持するものの、景気下振れ・原油安を考慮し、近々フォワードガイダンスを修正、利上げは年末以降となろう。

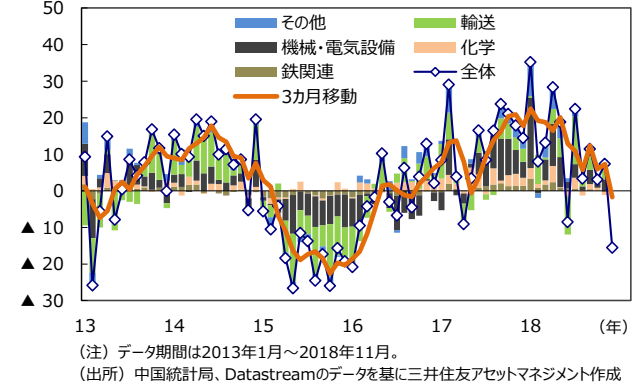
日本：内需や政策効果がサポート

2019年前半の海外景気減速を考慮し成長見通しを18年度0.7%、19年度を0.8%と、前月からそれぞれ0.1%ポイント下方修正した。海外の減速と消費増税は重石だが、政府の対策が増税の影響をほぼ吸収する他、高水準の企業収益と堅調な雇用、省力化・改元関連投資など内需が下支えとなり、19年度は潜在成長率並みの成長だろう。インフレ率は低下傾向だが、低金利の副作用もあり、金融政策は現状維持と予想される。

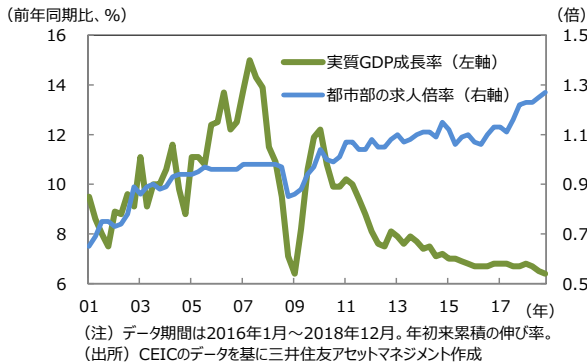
(%ポイント) **米国：ISM製造業景況指数**



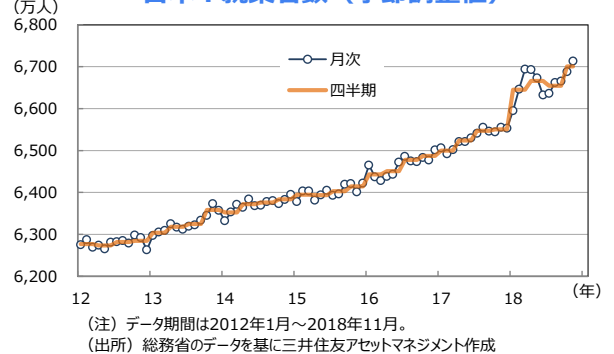
ユーロ圏：ドイツの中国向け輸出金額（米ドルベース）の伸び
(前年同月比、%)



中国：実質GDP成長率と都市部の求人倍率



日本：就業者数（季節調整値）



マーケット動向の見通し（1年程度）

主要資産の投資魅力度判断

| | | | | | | |
|--------|-------|--------|----------|-----------|---------|--------|
| 19年2月度 | 株式≧債券 | 外株≧国内株 | 円債≧ヘッジ外債 | ユーロ≧米ドル≧円 | 先進国≧新興国 | 現預金≧債券 |
| 19年1月度 | 株式≧債券 | 外株≧国内株 | 円債≧ヘッジ外債 | ユーロ≧米ドル≧円 | 先進国≧新興国 | 現預金≧債券 |

| 資産 | 上段が今月、下段が先月 | | | コメント |
|-------|-------------|----|----|---|
| | 弱気 | 中立 | 強気 | |
| 株式 | 日本 | 弱気 | 強気 | ・メインシナリオとしては世界景気の底割れ回避の下での経常増益を見込むが、中国景気減速の影響などにより業績不振懸念が残る。米中対立の長期化などがバリュエーションを抑制する要因。割安感から短期的な反発はあろうが、業績懸念が払拭されなければ持続性は限られる。幅広いレンジで値動きの荒い展開。 |
| | 米国 | 弱気 | 強気 | ・米景気はピークアウト局面にあり、増益率の上方修正は一旦終了、下方修正圧力が残る。FRBの政策スタンス修正をうけて利上げの早期打ち止め期待が高まったことは一定の下支え要因だろうが、ポジティブな動きが続くには景気に対する警戒感が和らぐことが必要。当面は米中外交対立などを材料に変動性の高い展開。 |
| | 欧州 | 弱気 | 強気 | ・景気のみ鈍化が業績に与える影響に一定の警戒が必要状況。米保護主義、域内各国の政治的不透明感、ECBによる量的緩和終了などを考えると、当面上値が重い展開が予想される。中国景気や米中対立の展開、Brexitなど外的要因への依存が続く。ユーロ安はサポート材料になる可能性。 |
| | 豪州 | 弱気 | 強気 | ・緩やかな景気回復が期待されているが、都市部の住宅価格下落がリスク。環太平洋地域ではバリュエーションも割高で上値は重い展開だろう。但し、豪州準備銀行（RBA）の利上げ観測が後退、長期金利が上昇しにくいことが下値を限定しよう。中国景気対策が商品市況を通じ鉱山銘柄にプラスとなるが注目したい。 |
| | アジア | 弱気 | 強気 | ・香港は、中国政府の景気配慮型の政策スタンスへの移行により、業績の下方修正に一部歯止めがかかる兆候もあり、中期的には上昇基調を見込む。シンガポールは割安感が後退、利益成長率もアジアの中では低めであり、アジア株式市場の持ち直しも期待される中、相対的に劣後しやすい。 |
| | 新興国 | 弱気 | 強気 | ・中国の景気対策、米利上げ観測後退とそれを受けた通貨の安定、欧米市場に対する割安感、業績の下方修正が進み悪材料が織り込まれていること、などがプラス材料であり、米中関係の悪化が避けられれば株価は堅調が見込まれる。 |
| | 新興国 | 弱気 | 強気 | ・米中の通商問題や、米経済の見通しなど外的要因に左右されやすい環境で、下値固めの継続を想定するが、米利上げ観測後退を受けて為替安定が見込まれることが短期的なプラス材料となってきた。グローバル景気が軟着陸に向かえば上昇基調に回帰することが期待される。 |
| リート | 日本 | 弱気 | 強気 | ・オフィス中心に不動産市場は堅調で、4%台の分配金利回り、年間3-4%の分配金成長を期待。日銀の政策にも大きな変化は見込まない。2019年1-3月に増資による需給緩和で上値が重くなる可能性はあるが、その後はデレバレッジ性（リターン安定性）、スプレッドの魅力を背景に、徐々に水準を切り上げよう。 |
| | アジア | 弱気 | 強気 | ・欧米はマクロ景気減速もあり上値が重く見られるが、アジア・オセアニアリートは中国景気を注視する必要があるものの、不動産サイクルが改善途上にある中、独自要因で成長期待が続く銘柄があり、相対的に高く評価できる。 |
| 債券 | 日本 | 弱気 | 強気 | ・緩和的金融政策は長期化する見通しで、長短金利の操作目標や長期金利の許容変動幅（±0.2%）は維持される下、低レンジ（0.0~0.2%）での推移を予想。物価上昇率が徐々に鈍化する見通しだが、低金利環境長期化に伴う副作用が大きいため金利面での追加緩和のハードルは高いだろう。 |
| | 米国 | 弱気 | 強気 | ・米景気は当面減速傾向となった後、年後半にやや持ち直す見通し。当面は下振れリスクが意識されやすく、インフレも抑制された環境が続くとみられる。景気見通しの変化と金融環境タイト化を受け、FRBも慎重化。長期金利はレンジ内の推移が続く。 |
| | 欧州 | 弱気 | 強気 | ・基調的インフレ率が緩やかに上昇する見通しを背景にECBは金融政策正常化を進める方針を維持するが、製造業の停滞、Brexit、原油安を受け、慎重な舵取りが必要で、利上げ開始は年末以降だろう。当面は景気減速懸念が根強く長期金利は低位で推移するが、中期的には徐々に水準を切り上げる見通し。 |
| | 豪州 | 弱気 | 強気 | ・景気が回復傾向を維持する下、失業率も低下しておりRBAは次の一手は利上げの方針。しかし、中国景気、インフレの低位安定、住宅価格下落、消費回復の遅れなど不透明要素も多く、RBAは慎重に時期を見極める姿勢であり、利上げは2020年にずれ込む見通し。長期金利は米国と連動する展開。 |
| | 新興国 | 弱気 | 強気 | ・新興国全体としてみるとインフレが安定、実質金利の水準は魅力的。FRBの政策スタンス変更をうけて米国の利上げの一巡が視野に入ってきたことを受け、新興国通貨に下げ止まりの兆候。中国景気や通商問題などを巡る不透明感が和らいでくれれば新興国債券市場への資金フローが回復してよ。 |
| クレジット | 投資適格 | 弱気 | 強気 | ・2019年度の発行は前年比減を見込むが一部業種で起債増加も見込まれる。割安感が残る中、2019年初めのアランドフローの改善もあり当面スプレッドは横這い~小幅縮小を予想するが、徐々にファンダメンタルズ（業績、M&Aと財務レバレッジ等）の注目度が増す展開。金利水準低下に合わせ期待リターンを下方修正。 |
| | ハイ・イールド | 弱気 | 強気 | ・ファンダメンタルズは金融機関の融資態度が緩和的でありサポート材料、モデル上ではフェアバリュエーションのレンジにある。2019年度は発行も減少傾向となるが見込まれる中、リスク回避の資金流出や原油安が一巡しておりスプレッドは小幅ながら縮小する方向。投資適格債の格下げによる供給増に一応の注意が必要。 |
| 通貨 | 米ドル | 弱気 | 強気 | ・日米実質金利差は引き続きドル高円安要因。しかし、FRBの利上げ一巡が視野に入り始めたことや、日米貿易交渉（TAG）や米保護主義はドル円安要因。上下にファンダメンタルズの壁がある。米中関係悪化や米景気データ下振れ時に円高を試す局面もあるが、基本的にはレンジでの推移が予想される。 |
| | ユーロ | 弱気 | 強気 | ・製造業の停滞、Brexitを含む政治リスクなどから当面は頭の重い展開となる見込み。但し、米金利の先高観が後退する一方、賃金・インフレ率の持ち直しを背景にECBは2019年末より緩やかな金利引上げに向かうとみられることがユーロのサポート要因となるため、ユーロは徐々に持ち直す方向を予想。 |
| | 豪ドル | 弱気 | 強気 | ・雇用増などを背景に景気は底堅い。インフレが安定しているためRBAの利上げは2020年にずれ込む見通しだが、米国でも金利の先高観が後退していることがサポート材料。当面は米中対立や中国景気の下振れ懸念が頭を抑えるが、2019年後半に向けこれらの不透明感が低下すれば緩やかに持ち直す展開を予想。 |

（注）2019年1月31日現在。（出所）各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

主要資産の市場見通し

| | 2019/1-2019/3見通し | | | 2019/4-2019/6見通し | | | 2019/7-2019/9見通し | | | 2019/10-2019/12見通し | | | 2020/1-2020/3見通し | | |
|-----------------------------------|------------------|--------|--------|------------------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------------------|--------|--------|------------------|--------|--------|
| | 下限 | 上限 | 着地 | 下限 | 上限 | 着地 | 下限 | 上限 | 着地 | 下限 | 上限 | 着地 | 下限 | 上限 | 着地 |
| 国内株式 | | | | | | | | | | | | | | | |
| TOPIX | 1,450 | 1,800 | 1,630 | 1,450 | 1,800 | 1,630 | 1,450 | 1,800 | 1,630 | 1,500 | 1,800 | 1,650 | 1,500 | 1,800 | 1,650 |
| 日経平均株価 | 19,000 | 23,500 | 21,800 | 19,000 | 23,500 | 21,800 | 19,000 | 23,500 | 21,800 | 19,500 | 24,000 | 22,000 | 19,500 | 24,000 | 22,000 |
| TOPIX (配当込) | 2,169 | 2,690 | 2,437 | 2,180 | 2,701 | 2,448 | 2,192 | 2,713 | 2,460 | 2,278 | 2,724 | 2,501 | 2,289 | 2,736 | 2,512 |
| 東証小型株指数 | 2,650 | 3,300 | 2,980 | 2,650 | 3,300 | 2,980 | 2,650 | 3,300 | 2,980 | 2,750 | 3,300 | 3,020 | 2,750 | 3,300 | 3,020 |
| 国内債券 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 10年国債金利 | 0.00 | 0.10 | 0.05 | 0.00 | 0.20 | 0.10 | 0.00 | 0.20 | 0.10 | ▲ 0.05 | 0.20 | 0.10 | ▲ 0.05 | 0.20 | 0.10 |
| NOMURA-BPI (総合) | 382 | 385 | 383 | 379 | 386 | 382 | 379 | 386 | 383 | 380 | 388 | 383 | 380 | 389 | 384 |
| 外国株式 | | | | | | | | | | | | | | | |
| S&P500 | 2,300 | 2,800 | 2,600 | 2,330 | 2,830 | 2,630 | 2,400 | 2,900 | 2,700 | 2,450 | 2,950 | 2,750 | 2,450 | 2,950 | 2,750 |
| NY DOW | 21,100 | 25,600 | 23,800 | 21,300 | 25,900 | 24,100 | 22,000 | 26,500 | 24,700 | 22,400 | 27,000 | 25,200 | 22,400 | 27,000 | 25,200 |
| NASDAQ | 6,200 | 7,500 | 6,990 | 6,300 | 7,600 | 7,070 | 6,500 | 7,800 | 7,260 | 6,600 | 7,900 | 7,390 | 6,600 | 7,900 | 7,390 |
| EURO Stoxx | 310 | 370 | 340 | 320 | 380 | 350 | 325 | 385 | 355 | 325 | 385 | 355 | 330 | 390 | 360 |
| FT100 | 6,200 | 7,500 | 6,800 | 6,400 | 7,700 | 7,000 | 6,500 | 7,800 | 7,200 | 6,500 | 7,800 | 7,200 | 6,600 | 7,900 | 7,300 |
| MSCI Emerging (Gross US\$) | 2,050 | 2,450 | 2,300 | 2,100 | 2,500 | 2,350 | 2,150 | 2,550 | 2,400 | 2,250 | 2,600 | 2,450 | 2,250 | 2,600 | 2,500 |
| MSCI AC Asia ex Japan(Gross US\$) | 1,350 | 1,550 | 1,425 | 1,400 | 1,600 | 1,500 | 1,425 | 1,625 | 1,525 | 1,450 | 1,650 | 1,550 | 1,475 | 1,675 | 1,575 |
| MSCI (¥) | 1,976 | 2,761 | 2,391 | 2,031 | 2,823 | 2,437 | 2,094 | 2,894 | 2,512 | 2,134 | 2,937 | 2,540 | 2,161 | 2,967 | 2,576 |
| 外国債券 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 米国10年金利 | 2.50 | 3.00 | 2.80 | 2.60 | 3.10 | 2.90 | 2.70 | 3.20 | 3.00 | 2.70 | 3.20 | 3.00 | 2.70 | 3.20 | 3.00 |
| 独国10年金利 | 0.10 | 0.60 | 0.30 | 0.20 | 0.70 | 0.50 | 0.30 | 0.80 | 0.60 | 0.40 | 0.90 | 0.70 | 0.50 | 1.00 | 0.80 |
| 英国10年金利 | 1.00 | 1.80 | 1.50 | 1.20 | 2.00 | 1.70 | 1.30 | 2.10 | 1.80 | 1.40 | 2.20 | 1.90 | 1.50 | 2.30 | 2.00 |
| 米国30年金利 | 2.80 | 3.30 | 3.00 | 2.80 | 3.30 | 3.00 | 2.80 | 3.30 | 3.00 | 2.80 | 3.30 | 3.00 | 2.80 | 3.30 | 3.00 |
| FTSE-WGBI(¥) | 400 | 482 | 440 | 400 | 482 | 438 | 401 | 482 | 440 | 402 | 482 | 439 | 403 | 483 | 442 |
| FTSE-WGBI(¥Hedge) | 376 | 390 | 383 | 376 | 388 | 381 | 374 | 387 | 379 | 374 | 386 | 378 | 373 | 385 | 378 |
| 為替 | | | | | | | | | | | | | | | |
| ドル/円 | 100.00 | 115.00 | 109.00 | 100.00 | 115.00 | 108.00 | 100.00 | 115.00 | 108.00 | 100.00 | 115.00 | 107.00 | 100.00 | 115.00 | 107.00 |
| ユーロ/ドル | 1.10 | 1.20 | 1.14 | 1.10 | 1.20 | 1.15 | 1.10 | 1.25 | 1.16 | 1.10 | 1.25 | 1.17 | 1.10 | 1.25 | 1.18 |
| ユーロ/円 | 115.00 | 135.00 | 124.00 | 115.00 | 135.00 | 124.00 | 115.00 | 135.00 | 125.00 | 115.00 | 135.00 | 125.00 | 115.00 | 135.00 | 126.00 |
| ポンド/円 | 130.00 | 150.00 | 140.00 | 130.00 | 150.00 | 142.00 | 135.00 | 155.00 | 144.00 | 135.00 | 155.00 | 146.00 | 140.00 | 160.00 | 148.00 |
| 豪ドル/円 | 70.00 | 85.00 | 78.00 | 70.00 | 85.00 | 78.00 | 75.00 | 90.00 | 79.00 | 75.00 | 90.00 | 79.00 | 75.00 | 90.00 | 80.00 |
| 短期金利 | | | | | | | | | | | | | | | |
| CALL | ▲ 0.10 | 0.00 | ▲ 0.05 | ▲ 0.10 | 0.00 | ▲ 0.05 | ▲ 0.10 | 0.00 | ▲ 0.05 | ▲ 0.10 | 0.00 | ▲ 0.05 | ▲ 0.10 | 0.00 | ▲ 0.05 |
| 政策金利 | | | | | | | | | | | | | | | |
| 米Fレート | 2.25 | 2.50 | 2.50 | 2.25 | 2.50 | 2.50 | 2.25 | 2.50 | 2.50 | 2.25 | 2.50 | 2.50 | 2.25 | 2.50 | 2.50 |
| ユーロレポレート | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.25 | 0.00 | 0.00 | 0.25 | 0.25 |

(注) 2019年1月31日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友アセットマネジメント作成

＜株式市場＞

世界景気の見通しに対する警戒感が残り、変動性の高い展開が続く

- ・米国経済は、減税や財政支出拡大による景気押し上げ効果が徐々に弱まるほか、米中貿易摩擦の影響もあり、経済成長率は緩やかに減速すると予想される。ただし、在庫や設備投資といったストックに過剰な積み上がりが見られないため、景気後退に陥る公算は小さいと言えよう。
- ・増益率の上方修正は一旦終了し、下方修正圧力が残るが、業績予想には以上のような景気見通しが織り込まれており、大幅な悪化や減益は回避されよう。
- ・一方、FRBの政策スタンスが大きくハト派的な姿勢へと変化し、追加利上げに対して消極的となった。利上げの早期打ち止め観測が強まったことは一定の下支え要因だが、株価が堅調に上昇するには景気に対する警戒感が和らぐことが必要と考えられる。
- ・当面は米中外交対立などを材料に変動性の高い展開が続こう。

＜債券市場＞

長期金利はレンジ内で抑制された推移

- ・国債：景気は減速傾向で推移した後、年後半にかけて持ち直していく見通し。当面は景況指数の軟化など景気の下振れリスクが意識されやすい展開となろう。インフレも抑制された環境が続く見通し。
- ・投資適格社債：米中貿易摩擦懸念が後退、海外投資家からの資金流入も改善しており、スプレッドは小幅タイト化が予想される。10-12月期はA格ゾーンの大型発行体のBBB格（主要格付け会社）への格下げの増加により、インデックスの質の悪化（BBB格ゾーンのウエイト増）が課題となろう。
- ・ハイ・イールド社債：海外からの資金流入が改善したことや商品価格が落ち着きを取り戻しつつあることから、国債とのスプレッドは縮小化が予想される。発行市場は19年も前年比で減少が予想されており、需給をサポートしよう。ただ、投資適格社債の格下げによる供給増に、一応の注意が必要となろう。

株価指数と予想株価収益率



（注1）データ期間は2016年1月4日～2019年1月30日。
 （注2）予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。
 1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。
 （出所）Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

国債、社債利回りの推移



（注1）データ期間は2008年1月2日～2019年1月30日。
 （注2）投資適格社債：ICE BofAML US Corp Master Index、
 ハイ・イールド社債：ICE BofAML US High Yield Index。
 （出所）ICE Data Indices, LLC、Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<株式市場>

米国の保護主義政策の動向、各国の政局の不透明感等から上値の重い展開が続こう

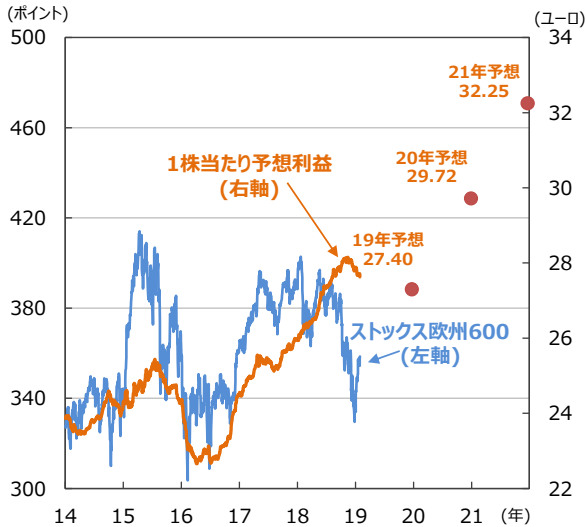
- ・マクロ経済の頭打ち感が強まる中、業績モメンタムは鈍化の方向にある。米国の保護主義、域内各国の政治的な不透明感などから、株価は頭が重く、当面レンジでの推移となろう。貿易問題の緩和や中国景気の回復感などが出来れば、株価の支援材料となろう。ユーロ安も企業業績に対してプラス要因となる可能性がある。
- ・一方、バリュエーションの拡大を妨げる要因としては、金融緩和局面の終了、英国のEUからの離脱（Brexit）、イタリアの財政問題などが想定される。

<債券市場>

レンジ内での推移が継続。中期的には緩やかにレンジを切り上げていく見通し

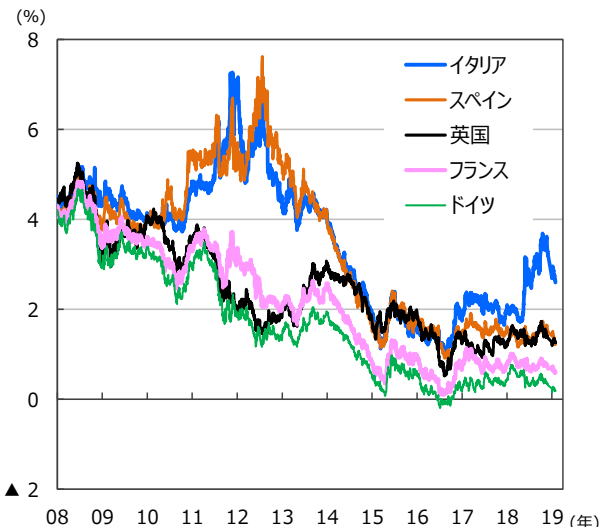
- ・ユーロ圏の実質GDP成長率は潜在成長率をやや上回るペースになると予想されるが、基調的にインフレ率が需給ギャップの縮小とともに緩やかに上昇していく見通し。
- ・ECBは金融政策を正常化させる方針を維持しているが、慎重なかじ取りが見込まれており、利上げの開始は年末まで先送りされる見通し。当面は景気の減速懸念が根強いことから、長期金利は低位での推移が続こう。中長期的には徐々に水準を切り上げよう。

ストックス欧州600と1株当たり利益の推移



(注1) データ期間は2014年1月2日～2019年1月30日。
 (注2) 1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

欧州主要国の10年国債利回りの推移



(注) データ期間は2008年1月2日～2019年1月30日。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

ストックス欧州600の1株当たり予想利益

| 年 セクター\月期 | 2018 | | 2019 | | | | 2017 (実績) | 2018 (予想) |
|---------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|
| | 7-9月 (実績) | 10-12月 (予想) | 1-3月 (予想) | 4-6月 (予想) | 7-9月 (予想) | 10-12月 (予想) | | |
| ストックス欧州600 全体 | 14.4 | 3.6 | 2.9 | 3.0 | 1.9 | 13.0 | 16.9 | 6.9 |
| 素材 | 10.2 | 5.1 | ▲ 21.9 | ▲ 17.1 | ▲ 11.4 | 9.6 | 34.1 | 5.9 |
| 一般消費サービス | 12.3 | ▲ 17.0 | 7.3 | 19.0 | 10.2 | 10.4 | 19.8 | 1.1 |
| 生活必需品 | ▲ 9.2 | 9.1 | 11.1 | 8.3 | 11.3 | 11.1 | 6.3 | 5.7 |
| エネルギー | 54.6 | 21.9 | 16.4 | 4.5 | ▲ 12.4 | 8.5 | 46.6 | 42.0 |
| 金融 | 30.9 | 7.6 | 1.2 | ▲ 4.8 | 0.5 | 20.6 | 24.6 | 8.2 |
| ヘルスケア | ▲ 0.9 | 12.9 | 15.3 | 9.7 | 4.5 | 4.5 | ▲ 0.2 | 4.5 |
| 資本財/サービス | ▲ 4.7 | ▲ 4.2 | 9.8 | 12.4 | 29.3 | 22.8 | 10.4 | 2.7 |
| 情報技術 | 25.9 | ▲ 4.5 | 8.9 | 18.3 | 7.5 | 23.5 | 18.0 | 6.0 |
| 電気通信 | ▲ 32.9 | ▲ 11.5 | ▲ 21.2 | 0.5 | ▲ 10.1 | 0.8 | 15.3 | ▲ 12.1 |
| 公益事業 | ▲ 10.6 | 12.3 | ▲ 17.8 | 18.5 | 5.3 | ▲ 1.5 | ▲ 2.0 | 2.0 |

(注1) データ期間は2017、2018年、2018年7-9月期～2019年10-12月期。
 (注2) 色付きは2018年10-12月期以降、2018年の2桁増益セクターを示す。
 (注3) 予想はリフィニティブ/B/E/S（2019年1月29日発表）。
 (出所) リフィニティブのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<株式市場>

株式市場の底割れリスクが低下、株式市場の持ち直しを予想

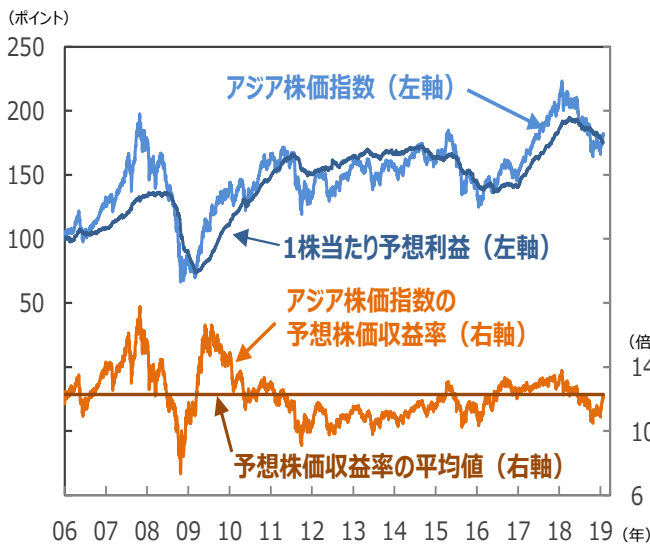
- 中国の景気対策、米中関係の改善、米利上げ観測の後退を受けて、リスク選好度が高まりつつある。中国政府は国内景気に配慮した政策スタンスに移行しており、アジア域内景気、アジアの主要企業の業績見通しは下方修正基調が一服しよう。株式市場も底割れリスクが低下しつつある。タイトな金融環境は改善に向かうと期待され、2016年前半に見られたような株式市場の持ち直しが予想される。
- 米国株式との相対バリュエーションを見ると、アジア株式は引き続き割安圏にある。S&P500種指数の予想PERは15.5倍であるのに対して、アジア株式の予想PERは11.5倍と約26%のディスカウントとなっている。2010年以降の平均ディスカウント幅は20.0%であるため、割安感が修正されれば、アジア株式の予想PERは12.4倍程度までの回復が期待できよう。

<債券市場>

長期金利は次第に落ち着きを取り戻そう

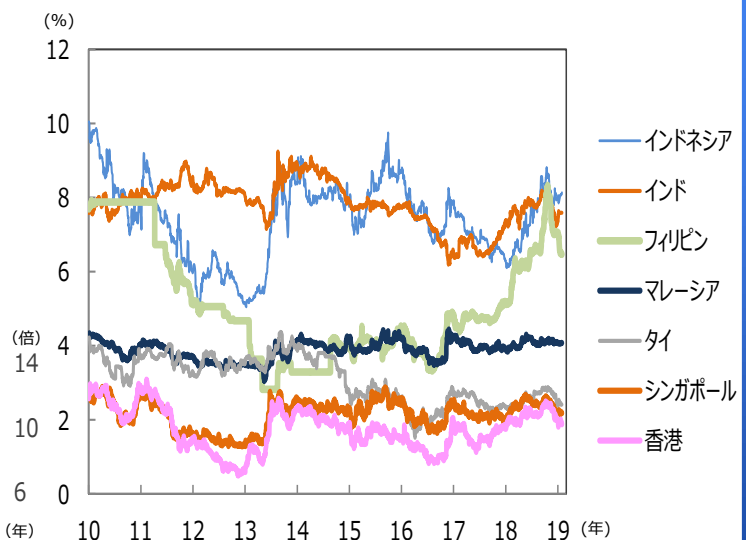
- インド：消費者物価上昇率はインフレーションターゲットの中心値の4%を下回る見込みで、利下げ観測は根強く、長期金利に低下余地があると見られる。ただ、消費者物価上昇率見通しのコンセンサスによれば、7-9月期以降にターゲットの4%を上回ると予想されていることから、利下げ観測はいずれ修正されよう。
- インドネシア：インドネシア中銀は1月17日の金融政策決定会合で政策金利を6%で据え置いた際、「タカ派的姿勢を続けるとしながらも政策金利はピークに近づきつつある」とコメントした。中銀は追加利上げを見送る考えを示唆しながら、利下げ観測をけん制したと解釈できる。長期金利は当面ボックス圏での推移となろう。
- フィリピン：コメ輸入規制の撤廃の動きがインフレ抑制要因として評価され、長期金利が低下した。インフレ率の鎮静化が進む見通しで、長期金利には低下余地があると考えられる。

MSCI AC アジア（除く日本）の推移



(注1) データ期間は2006年1月2日～2019年1月30日。
 (注2) アジア株価指数（MSCI AC アジア（除く日本））は米ドルベース。予想株価収益率 = 株価 ÷ 1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。予想株価収益率の平均値の計算期間は2006年1月2日～2018年12月28日。アジア株価指数、1株当たり予想利益は2006年1月2日 = 100。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

アジア主要国・地域の10年国債利回り



(注) データ期間は2010年1月1日～2019年1月30日。
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<中国株式市場>

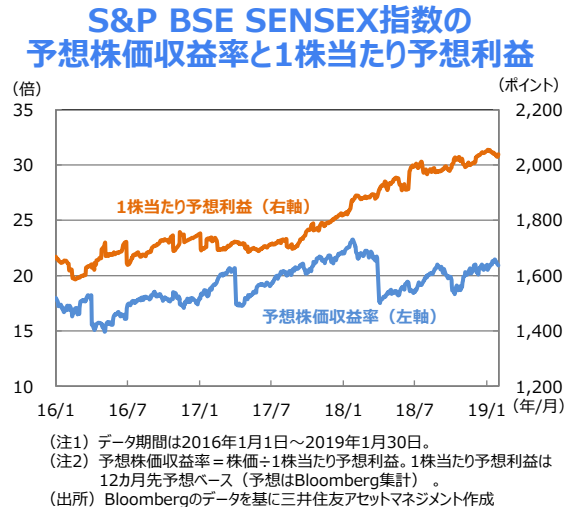
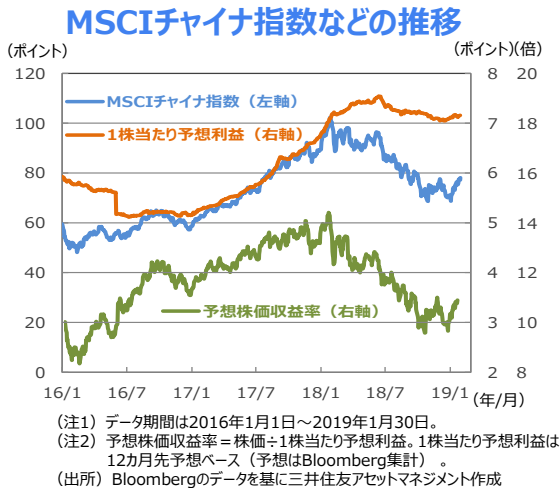
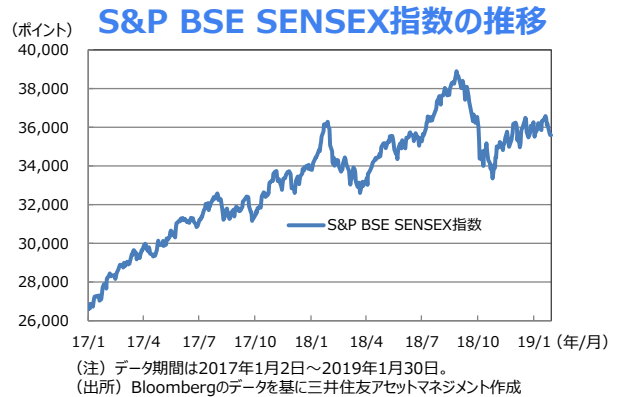
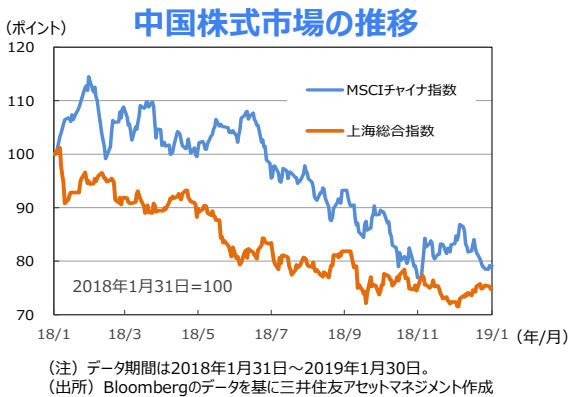
貿易摩擦に不透明感が続くが、年後半は反発も

- 中国株式市場は、米中貿易摩擦激化に伴う景気減速はある程度織り込んだとみられる。株価下落に伴い、MSCIチャイナ指数の予想株価収益率は10倍程度と割安圏にある。また、1株当たり予想利益も下げ止まりつつある。
- 2019年の中国株式市場は、春先にかけては米中貿易摩擦の不透明感から上値の重い展開が見込まれる。米中貿易協議が行われているが、ハイテクの覇権争いや安全保障などの分野では妥協が困難とみられ、貿易紛争は長引く恐れがある。ただし、中国共産党・政府は、2019年を建国70周年で祝賀すべき年と位置付けており、様々な景気刺激策を発動すると考えられる。
- 減速傾向にある中国景気の先行きについては、中国当局が金融財政面から景気刺激策をより拡充することで、年後半から持ち直す可能性が高く、株式市場は戻りを試す展開が想定されよう。
- リスク要因は引き続き米中関係の悪化と思われる。

<インド株式市場>

2019年は堅調な相場展開を予想

- 2019年のインド株式市場は堅調な展開が予想される。企業業績の拡大が見込まれること、物価が安定しており金融政策が緩和方向に向かう可能性があること、株価が割高水準にないこと、米利上げ打ち止めに伴い資金流入が期待されること、などが背景。
- 2019/20年度の実質GDP成長率は+7.3%と予想される。高い経済成長を背景に企業業績は拡大が続き、株価をけん引すると期待される。原油安が進んだ影響で、インフレや経常収支が改善し、通貨の安定にも寄与すると考えられる。金融政策は引き締め姿勢から緩和的な方向に変わる可能性がある。
- 内需主導型の経済であるインドの株式は相対的に米中貿易摩擦の影響を受けにくいと考えられる。
- リスク要因としては、2019年春の総選挙が注目される。これまで経済改革を推進してきたモディ首相の再選が危ぶまれており、選挙情勢により不安定な相場展開となる恐れがある。



<株式市場>

幅広いレンジ内で、値動きの荒い展開を予想。企業業績の動向を注視

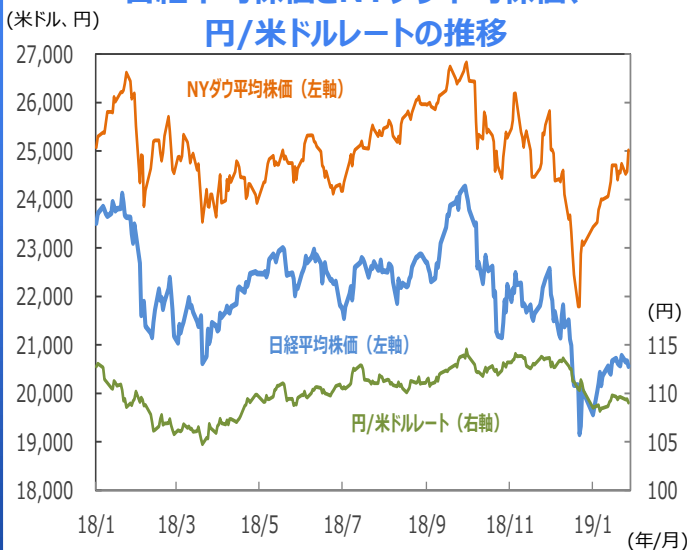
- 日本株式市場は、幅広いレンジの中で値動きの荒い展開が想定される。米中通商協議を巡る緊張は和らぎつつあるものの、覇権を巡る争いが根底にあるため、対立の長期化が予想されることは引き続き懸念材料と考える。加えて、世界景気および企業業績の先行きを警戒する見方が残っている。
- 企業業績は、一部の企業で今期計画を下方修正する動きが見られるなど楽観はできない。日本株はバリュエーション面で割安な水準にあることから、短期的には反発も想定されるが、景気および業績に対する警戒が払拭されない限り、株価上昇の持続性は低いと想定する。
- 下振れリスクとしては、米中对立の激化、中国・欧州における信用不安の増大、中東情勢の緊迫化などが想定されよう。

<債券市場>

長短金利操作目標の維持を想定

- 日銀は国債買い入れを減額するも、緩やかなペースにとどまり、国債市場の需給は引き続きひっ迫した状態にある。
- 一方、物価上昇率は徐々に鈍化する見通し。ただ、低金利環境の長期化に伴う副作用は大きく、追加緩和のハードルは高いと思われる。長短金利の許容変動幅（±0.2%）も維持される見込み。
- 物価の伸びが加速しないとみられる中、日銀はいずれ物価見通しの下方修正を再度余儀なくされよう。ただ、GDPギャップのプラス基調が続くと見られることから2%の目標に向けてモメンタムは維持されるとし、18年度、19年度中は金利を据え置くと思われる。
- 米国、日本とも景気は拡大基調が継続するものの、徐々に減速すると予想される。日本の物価上昇率は+1%程度にとどまる見通し。金融政策は、物価目標の達成が見通せない状況に変化はなく、長短金利操作目標は維持されよう。緩和的な金融政策は長期化するとの見通しを継続する。

日経平均株価とNYダウ平均株価、
円/米ドルレートの推移



(注) データ期間は2018年1月4日～2019年1月30日。
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

10年国債利回りの推移



(注) データ期間は2008年1月2日～2019年1月30日。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<株式市場の注目点①> 2012年以降初めて予想PER12倍台を付けた日経平均株価

- 昨年10月以降の株価下落が急激なものとなったため、株価と予想利益の関係をみる予想株価収益率（予想PER）は水準を大きく切り下げた。中国の景気悪化懸念から調整した2016年は、14倍台を割り込んだ後に株価が落ち着いたことから、14倍台の予想PERが下値の目途となっていた。しかし、今回は12月下旬に12倍台まで低下したため、下値の目途が立ちにくい状況となった。
- 12倍台は2008年のリーマンショック後の2011年8月～2012年10月頃の水準。その期間は予想利益に勢いが見られず、成長期待が見込め

ない局面だった。現在は予想利益が下方修正されてはいるものの、2019、20年度と増益基調が見込まれている。今後の予想PERが、過去の増益が見込めない局面と同じ水準にとどまる可能性は限定的と思われる。

- 現在の予想PERは13.8倍。今後、予想PERが14倍台以上に戻るためには、①景気や業績に対する過度な悲観の修正、②各国が打ち出すと見られる景気対策の内容や規模、③米中貿易摩擦での一定の前進、などを見極める必要があるとすだ。当面は、本格化する米国及び日本企業の2018年10-12月期決算の内容や米中貿易交渉の進展などが注目されよう。

日経平均株価と1株当たり予想利益



今後の注目日程

| | 日本 | | 海外 |
|----|--|---|---|
| 2月 | 1日 日欧経済連携協定 (EPA) 発効 10日 自民党大会 ~中旬 10-12月期決算発表 | 4-10日 中国 ~中旬 米国 13日まで 英国 26日 英国 | 春節休暇 10-12月期決算発表 欧州連合 (EU) 離脱協定案の議会採決 議会によるEU離脱協定案承認期限 (見込み) (承認されなければ離脱日 (3月29日) の延期をEUに求めることに) |
| | | 27-28日 米国・中国 月内 米国 月内 米国・北朝鮮 月内 米国 月内 米国 | 米中首脳会談 大統領予算教書 米朝首脳会談 米商務省、輸入自動車に関する調査公表 連邦準備制度理事会 (FRB) 議長 半期議会証言 |
| 3月 | 14-15日 金融政策決定会合 中旬 春闘集中回答日 | 1日 米・中 1日 米国 7日 ユーロ 19-20日 米国 21-22日 ユーロ 29日 英国 月内 中国 | 米中貿易協議 交渉期限 連邦債務の法定上限引き上げ期限 欧州中央銀行 (ECB) 理事会 FOMC 欧州連合 (EU) サミット EU離脱 全国人民代表大會 (全人代) |

(注) 2019年1月31日現在。
(出所) 各種報道などを基に三井住友アセットマネジメント作成

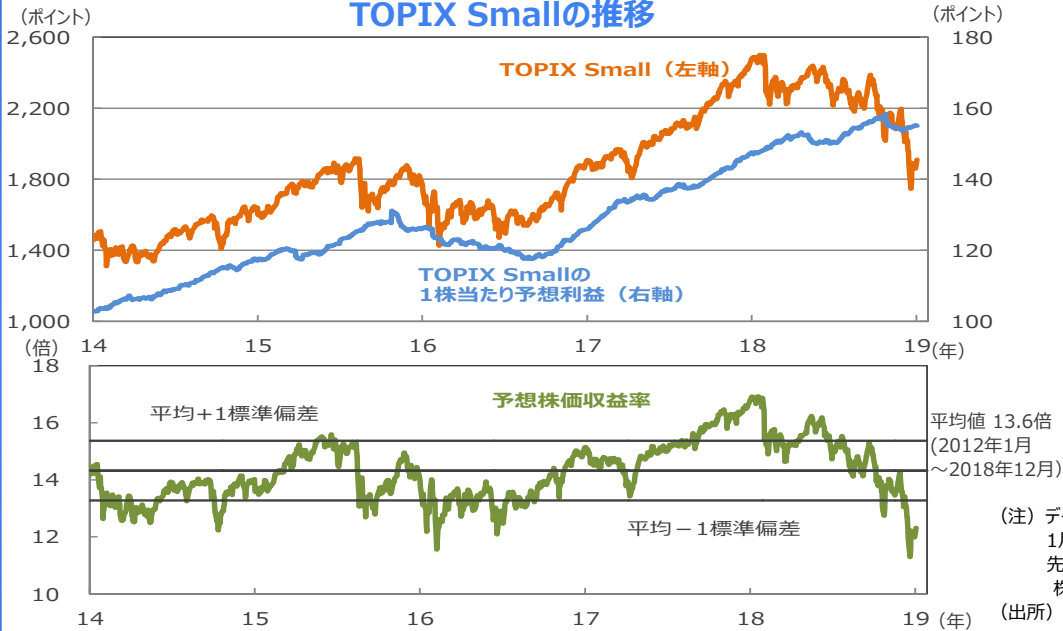
<株式市場の注目点②> 2012年以降で最も割安となった日本の小型株市場～相対的に高い利益成長が支え

- TOPIX Smallの予想株価収益率は2018年1月に16.9倍まで上昇し、同株価は1月23日に2,500ポイントの高値を付けた。その後ボックス圏で推移したが、10月以降は他の指数と同様大きく調整することとなった。米中貿易摩擦の拡大が懸念されたことや米国長期金利の上昇、中国経済の減速への警戒などが背景。
- 株価が下落する中、企業業績の下方修正が続いているが、1株当たり予想利益は依然として成長が見込まれている。予想株価収益率は1月30日現

在12.5倍と2012年以降の平均値である13.6倍を大きく下回り、割安感が強まっている局面だった。現在は予想利益が下方修正されてはいるものの、2019、20年度と増益基調が見込まれている。今後の予想PERが、過去の増益が見込めない局面と同じ水準にとどまる可能性は限定的と思われる。

- 米中貿易摩擦や中国経済の減速、また、足元の円高が2019年1-3月期の決算に悪影響を及ぼす可能性がある。業績のモメンタムの回復は春以降と思われる、時間がかかりそうだ。しかし、小型株の2019年度の経常利益は引き続き製造業を中心に2桁の伸びが予想されている。小型株は相対的に高い利益成長が株価を支えと期待される。

TOPIX Smallの推移



(注) データ期間は2012年1月4日～2019年1月30日。1株当たり予想利益は12カ月先予想。予想はBloomberg集計。予想株価収益率は株価÷1株当たり予想利益。
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

経常利益伸び率の推移

| 【東証1部】 | 年度 | 2017 (実績) | 2018 (予想) | 2019 (予想) | 2020 (予想) |
|------------|----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 全産業 (除く金融) | | 17.1 | 7.1 | 7.5 | 4.2 |
| 製造業 | | 22.9 | 5.9 | 7.5 | 8.3 |
| 非製造業 | | 10.6 | 8.5 | 7.6 | ▲ 0.9 |

| 【TOPIX500】 (大型・中型株) | 年度 | 2017 (実績) | 2018 (予想) | 2019 (予想) | 2020 (予想) |
|---------------------|----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 全産業 (除く金融) | | 17.9 | 7.8 | 6.8 | 4.6 |
| 製造業 | | 24.3 | 8.1 | 5.2 | 8.7 |
| 非製造業 | | 10.7 | 7.4 | 8.9 | ▲ 0.5 |

| 【TOPIX Small】 (小型株) | 年度 | 2017 (実績) | 2018 (予想) | 2019 (予想) | 2020 (予想) |
|---------------------|----|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 全産業 (除く金融) | | 8.7 | 10.3 | 11.7 | 7.0 |
| 製造業 | | 11.3 | 10.9 | 13.0 | 8.3 |
| 非製造業 | | 5.3 | 9.5 | 9.7 | 5.2 |

(注) データ期間は2019年1月末時点。東証1部3月期決算企業ベース。
■ は2019年度以降で2桁以上の増益を示す。予想はQUICKコンセンサスベース。
(出所) QUICKのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

<円/米ドルレート>

- 日米実質金利差は引き続きドル高円安要因。しかし、米国の政策金利が年内据え置きと予想されることや、日米貿易交渉（TAG）や米保護主義は米ドル安円高要因。上下にファンダメンタルズの壁がある。米中関係悪化や米景気データ下振れ時に円高を試す局面もあるが、基本的にはレンジでの推移が予想される。

<円/ユーロレート>

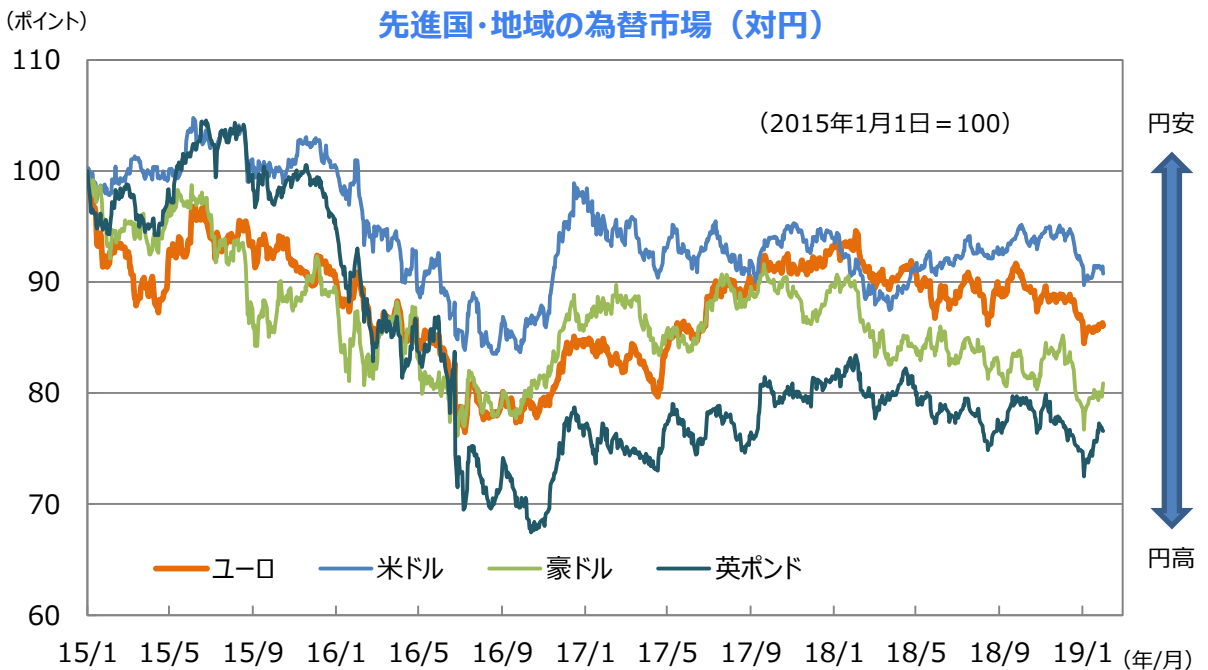
- 製造業の停滞、英国のEUからの離脱（Brexit）を含む政治リスクなどから当面は頭の重い展開となる見込み。但し、米金利の先高観が後退する一方、賃金・インフレ率の持ち直しを背景にECBは2019年末より緩やかな金利引上げに向かうとみられることがユーロのサポート要因となるため、ユーロは徐々に持ち直すと予想される。

<円/英ポンドレート>

- 英国では、景気は底堅い推移が続く見通し。インフレ率も前年同月比で+2%を超える水準で推移することが見込まれる中、緩やかなペースでの利上げ政策が継続すると考えられる。英ポンド相場は底堅く推移すると予想される。Brexit交渉に関しての不透明感が続くが、最終的にはEUとの間で新しい貿易関係の大枠での合意が達成されると想定。

<円/豪ドルレート>

- 豪州では、良好な雇用情勢など景気動向は底堅さを維持する見通し。政策金利は2020年4-6月期まで据え置きが続くと想定されるが、中国を含めたグローバル経済が底堅さを維持する見通しもサポート要因となり、豪ドルは底堅く推移する見通し。米中貿易摩擦の激化に伴う豪ドルへの影響は限定的にとどまる見通しながら、当面は不確実要因として引き続き警戒する必要がある。



(注) データ期間は2015年1月1日～2019年1月31日。

(出所) Datastreamのデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

金融商品取引法第66条の27に基づき信用格付業を行う法人として登録を行った信用格付業者は、同法に基づき、概要以下の規制に服するとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

1. 誠実義務

2. 業務管理体制の整備義務

専門的知識・技能を有する者の配置等、業務の品質を管理するための措置、投資者と自己又は格付関係者の利益相反を防止する措置、その他業務の執行の適正を確保するための措置

3. 名義貸しの禁止

自己の名義をもって、他人に信用格付業を行わせることの禁止

4. 禁止行為

①信用格付業者又はその役員・使用人と密接な関係を有する格付関係者が利害を有する事項を対象として信用格付を提供すること

②信用格付に重要な影響を及ぼす事項について助言を与えている格付関係者の信用格付を提供すること

③その他投資者の保護に欠け、又は信用格付業の信用を失墜させること

5. 格付方針等の作成、公表、及び遵守の義務

6. 業務に関する帳簿書類の作成・保存義務

7. 事業報告書の提出義務

8. 説明書類の縦覧義務

業務の状況に関する事項を記載した説明書類の公衆縦覧等情報開示義務

○格付会社グループの呼称等について

①格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第2号

②格付会社グループの呼称：S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社 金融庁長官（格付）第5号

③格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社

金融庁長官（格付）第7号

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

①ムーディーズの場合

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ (https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx) の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

②S&Pの場合

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ (http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/home) の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」 (http://www.standardandpoors.com/ja_JP/web/guest/regulatory/unregistered) に掲載されております。

③フィッチの場合

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ (<https://www.fitchratings.com/site/japan/regulatory>) の「規制関連」セクションにある「格付付与方針等」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

1. 信用格付の前提

信用格付を行うための十分な質及び量の信頼しうる情報が入手できていることが前提となります。但し、格付業者は監査又は独自の検証を行うものではなく、利用した情報の正確性、有効性を保証することはできません。信用評価の基礎となるものは、債務不履行の蓋然性、債務の支払の優先順位、債務不履行時の回収見込額、信用力の安定性等です。

2. 信用格付の意義

信用格付とは事業体の債務不履行の蓋然性及び債務不履行が発生した場合の財産的損失に関する現時点での意見です。信用評価の結果として表示される記号等は、概ねAAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C、Dであり、BBB以上の格付は、債務を履行する能力が高いものとされるのに対し、BB以下の格付けは、債務を履行する能力が比較的低く、投機的要素が強いとされます。短期債務の信用格付については、概ねA-1、A-2、A-3、B、C、Dであり、B以下の格付は、投機的要素が強いとされます。

3. 信用格付の限界

信用評価の対象には、市場流動性リスク、市場価値リスク、価格変動リスクなど、信用リスク以外のリスクに関する事項は含まれません。また、信用格付は、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。

<重要な注意事項>

【投資顧問契約及び投資一任契約についてのご注意】

●リスクについて

投資一任契約に基づき投資する又は投資顧問契約に基づき助言を行う金融商品・金融派生商品は、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により損失が生じるおそれがあります。

投資する有価証券等の価格変動リスク又は発行体等の信用リスク、金利や金融市場の変動リスク、十分な流動性の下で取引を行うことができない流動性リスク等（外貨建て資産に投資する場合は為替変動リスク等）があります。これにより運用収益が変動しますので、当初投資元本を割り込むことがあります。

受託資産の運用に関して信用取引または先物・オプション取引（以下デリバティブ取引等）を利用する場合、デリバティブ取引等の額は委託証拠金その他の保証金（以下委託証拠金等）の額を上回る可能性があり、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場その他の指標の変動により委託証拠金等を上回る損失が発生する可能性があります。

委託証拠金等の額や計算方法は多様な取引の態様や取引相手に応じて異なるため、デリバティブ取引等の額の当該委託証拠金等に対する比率を表示することはできません。

●手数料等について

1. 投資顧問報酬

投資顧問契約又は投資一任契約に係る報酬として、契約資産額（投資顧問報酬の計算に使用する基準額）に対してあらかじめ定められた料率*を乗じた金額を上限とした固定報酬をご負担いただきます。

*上記料率は、お客さまとの契約内容及び運用状況等により異なりますので、あらかじめ記載することができません。契約資産額・計算方法の詳細は、お客様との協議により別途定めます。また、契約内容によっては上記固定報酬に加え成功報酬をご負担いただく場合もあります。

2. その他の手数料等

上記投資顧問報酬のほか、以下の手数料等が発生します。

(1) 受託資産でご負担いただく金融商品等の売買手数料等

(2) 投資一任契約に基づき投資信託を組み入れる場合、受託資産でご負担いただくものとして信託財産留保額等、並びに信託財産から控除されるものとして信託報酬及び信託事務の諸費用*等

(3) 投資一任契約に基づき外国籍投資信託を組み入れる場合、信託財産から控除されるものとして外国運用会社に対する運用報酬・成功報酬、投資信託管理・保管会社に対する管理・保管手数料、トラスティ報酬、監査費用及びその他投資信託運営費用等

※投資一任契約資産に投資信託を組み入れる場合、若しくは組み入れることを前提とする投資信託の場合の諸費用には、投資信託の監査費用を含みます。

これらの手数料等は、取引内容等により金額が決定し、その発生若しくは請求の都度費用として認識されるため、又は運用状況等により変動するため、その上限額及び計算方法を記載することができません。

3. その他

上記投資顧問報酬及びその他の手数料等の合計額、その上限額及び計算方法等は、上記同様の理由により、あらかじめ表示することはできません。

《ご注意》上記のリスクや手数料等は、契約内容及び運用状況等により異なりますので、契約を締結される際には、事前に契約締結前交付書面によりご確認下さい。

【投資信託商品についてのご注意（リスク、費用）】

●投資信託に係るリスクについて

投資信託の基準価額は、投資信託に組み入れられる有価証券の値動き等（外貨建資産には為替変動もあります。）の影響により上下します。基準価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。運用の結果として投資信託に生じた利益および損失は、すべて受益者に帰属します。したがって、投資信託は預貯金とは異なり、投資元本が保証されているものではなく、一定の投資成果を保証するものでもありません。

●投資信託に係る費用について

ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。

- ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.78%（税込）
・・・換金（解約）手数料 上限1.08%（税込）
・・・信託財産留保額 上限2.25%

- ◆投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用・・・信託報酬 上限年 3.834%（税込）

- ◆その他費用・・・監査費用、有価証券の売買時の手数料、デリバティブ取引等に要する費用（それらにかかる消費税等相当額を含みます。）、および外国における資産の保管等に要する費用等が信託財産から支払われます。また、投資信託によっては成功報酬が定められており当該成功報酬が信託財産から支払われます。投資信託証券を組み入れる場合には、お客さまが間接的に支払う費用として、当該投資信託の資産から支払われる運用報酬、投資資産の取引費用等が発生します。これらの費用等に関しましては、その時々取引内容等により金額が決定し、運用の状況により変化するため、あらかじめその上限額、計算方法等を具体的には記載できません。

※なお、お客さまにご負担いただく上記費用等の合計額、その上限額および計算方法等は、お客さまの保有期間に応じて異なる等の理由によりあらかじめ具体的に記載することはできません。

【ご注意】

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、三井住友アセットマネジメントが運用するすべての投資信託における、それぞれの費用の最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面等を必ず事前にご覧ください。

投資信託は、預貯金や保険契約と異なり、預金保険・貯金保険・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また登録金融機関でご購入の場合、投資者保護基金の支払対象とはなりません。

投資信託は、クローズド期間、国内外の休祭日の取扱い等により、換金等ができないことがありますのでご注意ください。

[2018年12月29日現在]

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料は当社が信頼性が高い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・完全性を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、

一般社団法人日本投資顧問業協会、

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

作成基準日：2019年1月31日

