



受賞についての詳細は  
19ページをご覧ください。

# 投資環境の見通し

## 今月の注目点

## 貿易摩擦下のマネーフローと長期金利

### 流動的な米中対立の行方

米中通商対立には9月に入ってニュアンスの変化が見られた。特に中国が、リスクを高めることを避け、事態をコントロールする姿勢に転じた、との印象がある。背景として、①建国70周年の国慶節（10月1日）への配慮、②中国の民間経済の景況悪化、③不安定な香港情勢への対応を優先する必要性、などが考えられる。

問題はトランプ政権の対応である。トランプ政権は中国に圧力をかけて、譲歩を引き出したいと見られる。IT産業での主導権や安全保障を巡り、ワシントンには超党派の対中強硬論があることも妥協を難しくする要素である。しかし、トランプ政権もアピールできる成果を求めているし、経済・市場の不安定感が制約条件となる。皮肉なことに米景気が予想よりも堅調な場合は、トランプ政権が強硬な姿勢をとりやすくなるため、エスカレーションする危険性が高まる。ただ、雇用統計を含め米国経済は、そこまで盤石ではないと見られる。

大枠として、報復の連鎖をさらに続ける事態は米中共に回避すると想定されるが、各要素のバランスを勘案して判断を修正していくことが重要だろう。10月上旬の米中閣僚級会議のあと交渉が継続し、米中首脳が会う年内最後のチャンスとなる11月16-17日のアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議につながっていくかが注目される。

引き続き、①部分的合意による追加関税延期、②年内予定の関税を実施した後、こう着状態に移行、③エスカレーション、の3つのケースが考えられる。9月以降の動き（中国の米農産物購入増加、米国の追加関税引き上げの10月1日から15日への延期）などをみると、部分的合意の可能性がやや上昇したとみられるが、なお流動的である。

### 先進国国債に資金が滞留

通商対立が続く下、製造業の投資・生産活動のグローバルな下振れに対し、米欧など主要国は金融緩和を強めることで対応している。そうした中でマネーフローは特徴的なパターンを示している。

## 米中対立の想定（米中閣僚交渉の10月への日程変更後の判断）

### ケース①：部分的合意による追加関税延期、事態収拾

11月のアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議に向け、米中が一旦事態の収拾に動き、何段階かに設定されている追加の制裁関税を12月に至るまでの過程で（10月15日分が延期されるかどうかは微妙）、停止する。米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げは2019年7月、9月、10月の3回を予想。中国の農産物輸入増など部分的に合意。それ以外は対立が解消されないまま、凍結状況。世界GDP成長率へのインパクトは▲0.31～▲0.57%。

### ケース②：年内予定の関税を実施後、こう着

中国は圧力には屈しないという立場で一貫しており、ファーウェイ・農産物輸入問題いずれも当面は調整が進まず、9月1日に1,000億ドル分15%の関税を皮切りに、年内に予定されている追加関税は実施。但し、双方とも金融市場の不安定化と更なる景気悪化のリスクを避けるため、交渉のチャネルは閉ざさず、継続協議、それ以上のエスカレーションは回避。APEC首脳会議などでの両国の接触が注目される。世界GDP成長率へのインパクトは▲0.77%。FRBの利下げについては2019年7月、9月、10月に加え、12月の4回を予想。

### ケース③：エスカレーション継続

ファーウェイ・農産物輸入問題いずれも調整が進まず、米国は9月以降すでに発表されている予定の制裁関税を実施。中国側も報復を追加する形でエスカレートしていくケース。世界GDP成長率へのインパクトは▲0.81%（8月以前の状況と比べて▲0.6～▲0.7%程度下振れ）。2019年については8月以降5カ月間で▲0.1%程度の影響だが、2020～21年にかけて▲0.3%ポイント程度の追加的な下方修正要因。FRBの利下げは合計5～6回。

### 追加的リスクファクター（ワーストケース）：対欧州・日本自動車関税、対メキシコ関税

影響の大きさ、対中国問題とは質的に異なること、議会の反対を考えれば確率は低いが見えれば追加的なダウンサイド要因。

（出所）各種報道を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

※個別銘柄に言及していますが、当該銘柄を推奨するものではありません。

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。

今月の注目点

# 貿易摩擦下のマネーフローと長期金利

投資信託を通じた資金フローを集計しているEPFRグローバルのデータをみると、株式に投資するファンドから資金が流出し、債券関連のファンドへ資金が流入する傾向が続いている。さらに債券の中でも、新興国への資金流入が一進一退となる中、先進国、中でも国債への資金流入が極めて高水準となっている。

通常、基軸通貨国である米国の中央銀行である米連邦準備制度理事会（FRB）が緩和を強化すると、株式や新興国債券などのリスク性資産に資金が流入、ドル安傾向となる。しかし今回は、米中通商対立がグローバル化の後退につながるリスクが意識され、資金が先進国国債に集中・滞留した結果、米国10年債の利回りが一時1.5%を下回っても、ドル高が続いた。

マネーフローと長期金利の動きは当面、米中対立の動向に敏感に反応する状況が続こう。米中対立が続けば米国10年債の利回りは再び1.5%前後に低下し、しばらくそこに留まることになる可能性が高い。一方、交渉が部分合意に向かい一時的に休戦模様になれば、上で述べた特徴的な資金フローが緩み、株式や新興国通貨・債券が上昇、米長期金利も2%前後まで反発しよう。

## 大局的には低金利が続く

但し、やや長めの観点に立つと、長期金利を低位に留める要素が複数ある。

第一に、インフレの安定である。先進国のインフレの基調を決めるサービス価格の上昇率は、なお緩やかなものに留まっている。

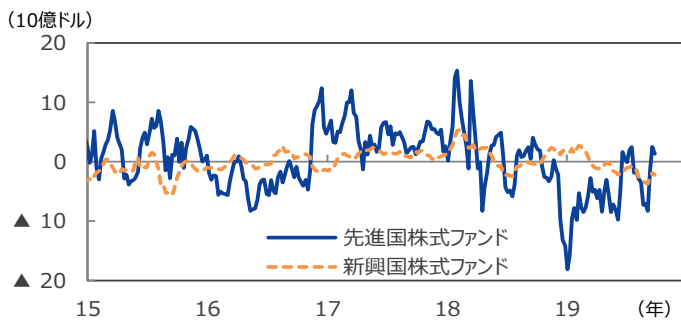
第二に、貯蓄と投資のバランスで見て先進国の貯蓄超過が拡大している。ユーロ圏諸国が安定成長協定の下で財政赤字を抑制し、3,000億ユーロを超える経常黒字を出し続けていることが主因である。

第三に、米家計の貯蓄率が8%前後の高水準を維持しており、低インフレの下、現金や国債の保有を増やす傾向が続いている。

第四に、欧州で金融機関がバランスシートの再構築の途上にあり、低金利でも貸し出しの伸びが緩やかである。このため欧州中央銀行（ECB）は量的緩和で長期金利を直接的に押し下げる政策を再開した。

以上から、米中対立が小康を得て、米10年債利回りが反発しても、2%を超えてくると長期金利の上昇が鈍るとみられ、大局的には低金利が続く公算が大きい。

株式ファンドへの資金流出入（5週移動平均）



債券ファンドへの資金流出入（5週移動平均）



（注）データは2015年1月7日～2019年9月25日。（出所）EPFRグローバルのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 投資と粗貯蓄の対GDP比の推移

(5年平均)	世界			先進国			新興国		
	投資(I)	粗貯蓄(S)	(I)-(S)	投資(I)	粗貯蓄(S)	(I)-(S)	投資(I)	粗貯蓄(S)	(I)-(S)
1981-85年	24.7	22.4	2.3	24.6	22.6	1.9	25.0	21.6	3.4
1986-90年	25.3	23.4	1.9	25.4	23.7	1.7	25.1	22.2	2.8
1991-95年	24.3	22.8	1.5	23.9	22.9	1.0	26.1	22.7	3.4
1996-00年	23.9	23.8	0.2	23.9	23.8	0.0	24.3	23.6	0.7
2001-05年	23.3	23.3	0.0	22.6	22.0	0.6	26.1	27.9	▲1.8
2006-10年	24.5	24.7	▲0.2	22.1	21.3	0.8	30.0	32.6	▲2.6
2011-15年	25.6	26.3	▲0.7	21.3	22.0	▲0.7	32.5	33.1	▲0.5
2016-19年	25.9	26.4	▲0.5	21.7	22.6	▲0.9	32.5	32.2	0.2

（注）データは1981～2019年（2019年はIMF予想）。（出所）IMFのデータを基に三井住友DS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・国際金融情勢

## 政治経済リスク：前月と類似の構図

政治経済リスクは前月と類似の構図といえる。米中対立は10月上旬の閣僚級協議を経て、15日予定の米国の対中関税引き上げを延期、11月16-17日のAPEC首脳会合に向けて交渉が継続するか、が市場を左右しよう。

英国の欧州連合（EU）離脱は10月18日のEU首脳会議に向け、EUと英国の交渉が焦点。合意ある離脱、ないし延期となる可能性が高いが、英国内の政局が流動的であり、不透明感が残る。

香港問題は、中国側の対応によっては西側諸国との対立が高まり、中国を巡る貿易・投資に影響することが懸念される。可能性は低いがゼロではない。

原油価格はサウジアラビアの油田への攻撃後も安定しているが、国連総会後のイラン情勢には一応の注意が必要だろう。

一方、株式などリスク資産の上昇につながるアップサイドリスクとしては、①ドイツなどユーロ圏の財政拡張の可能性と、②製造業の投資・生産の循環的底入れの可能性について留意しておきたい。

## 円高リスクの評価

8月下旬に円は一時1ドル＝104円台に上昇したが、その後107～108円台に戻った。今回、円買いが限定的な理由は3点考えられる。

第一は、最近では日本の10年債利回りがマイナスになる一方、インフレ率は小幅なプラスのため、日本の実質金利が非常に低い。このため米長期金利が低下してもかつてほど日米の実質金利が逆転しないからである。

第二に、日本の投資家が年率25兆円ペースで外国債券投資を続ける中、国際収支の短期資金の動きを示す勘定の動向から推測すると、為替をヘッジしない割合が上がっている可能性がある。

第三に、日本の20兆円超の経常黒字がほぼすべて所得収支黒字（海外からの利払い・配当）であることである。利払い・配当は海外に再投資される割合が高く、円高圧力を生じにくい。

米景気の動向次第では円が100円前後に上昇する可能性はあるが、構造変化を考えると、80～90円という大幅な円高のリスクは以前より低下したようだ。

（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	
10月 1-7日	中国 国慶節	10月 1日	消費税率引き上げ（8%→10%）
6日	ポルトガル 議会総選挙	22日	即位の礼
10日	ユーロ EU経済財務相理事会	30-31日	金融政策決定会合（展望レポート）
11日	-- RCEP閣僚会議（バンコク）	月内	臨時国会召集予定
13日	ポーランド 議会総選挙		
14-15日	-- APEC財務相会合（チリ）		
15日	米国 対中関税率の引き上げ（2,500億ドル25%→30%）		
15日	イタリア等 EUに2020年予算提出予定		
17-18日	ユーロ EUサミット		
18-20日	-- IMF世銀総会		
20日	スイス 議会総選挙		
20日	ギリシャ 総選挙実施期限		
21日	カナダ 総選挙		
24日	ユーロ ECB理事会		
27日	ドイツ チューリング州議会選挙		
27日	アルゼンチン 大統領・国会議員選挙		
29-30日	米国 FOMC		
31日	英国 EU離脱期限		
31日	ユーロ ドラギECB総裁任期満了		
31日	-- ASEANサミット（バンコク）		
上旬	-- 米中貿易協議		
中旬？	米国 半期為替報告		
月内	-- IMF World Economic Outlookの公表		
月内	中国 4中全会		
11月 1日	ユーロ 次期欧州委員会委員長就任予定		
1日	-- RCEPサミット（バンコク）		
13日	米国 自動車関税の判断期限		
13-14日	-- APEC閣僚会合（チリ）		
13-14日	-- BRICS首脳会議（ブラジル）		
16-17日	-- APEC首脳会合（チリ）		
12月 上旬	中国 中央経済工作会議（北京）	12月 18-19日	金融政策決定会合
10-11日	米国 FOMC（経済見直し）	下旬	2020年度当初予算案
12日	ユーロ ECB理事会		
12-13日	ユーロ EUサミット		
15日	米国 対中関税発動（555品目、1,560億ドル相当）		
月内	中国 中央経済工作会議		
月内	-- OPEC総会		

（出所）各種報道、資料等を基に三井住友DS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。

# 主要国・地域経済の見通し

## 米国：消費の安定が鍵

製造業の調整が続く中、米国景気安定のカギは個人消費。雇用が安定しているため腰折れはないとみるが、消費者心理に悪化の兆候。新規失業保険申請件数など雇用データに注目したい。FRBはトランプ政権の通商政策をにらんで追加利下げを実施。米中対立については部分合意の可能性がやや高まり、景気下振れリスクが若干和らいだため、FRBの利下げ回数の予測を4回から3回（7月、9月及び10月）に修正した。

## 中国：金融政策も活用へ

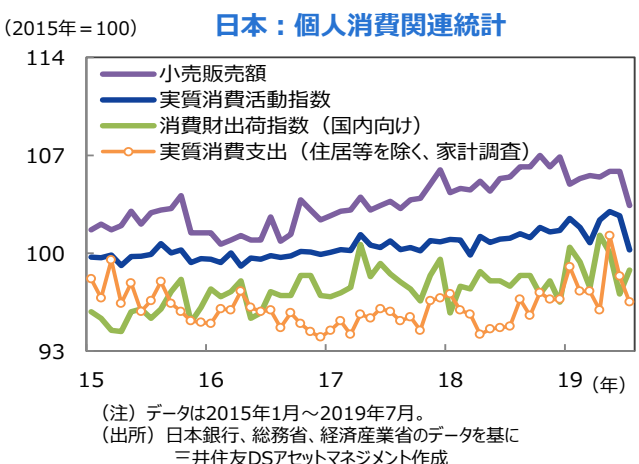
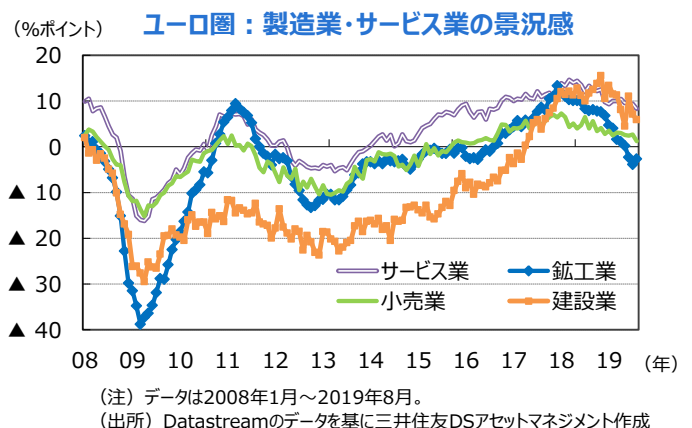
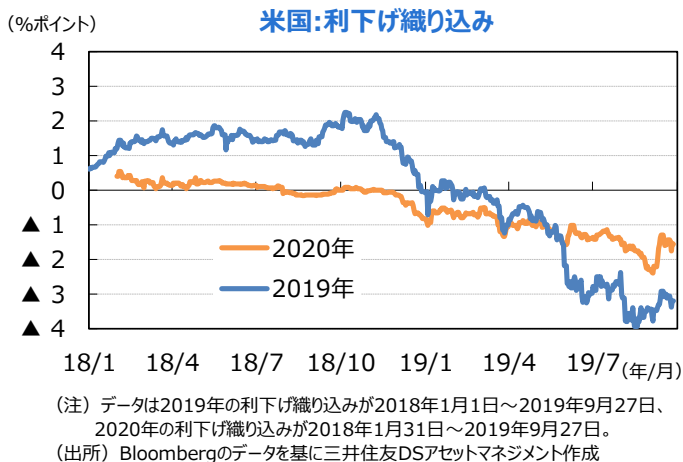
8月以降の米中関係悪化を受けて、企業心理の回復は遅れ民間投資の下振れ要因となりつつある。圧延鋼市況などからみて9月も生産者物価のデフレ傾向はやや強まっており民間景気下振れを示唆。従来、中国の経済政策は緩やかな拡張財政と中立的金融政策の組み合わせだったが、米利下げで人民元急落リスクが小さくなったことから、財政に加えて、利下げなど緩やかながら金融緩和も活用することにしたとみられる。

## ユーロ圏：2020年前半までに再緩和

貿易摩擦が続く中、製造業の景況悪化が雇用に影響する兆候が出始めた。サービス業や建設業は今のところ堅調だが、雇用の伸びが鈍化すれば、影響を受ける可能性がある。ECBは9月の理事会で預金ファシリティの金利をマイナス0.4%から同0.5%に引き下げ、量的緩和再開を決定（11月より開始）したが、コアインフレ率（前年比）が8月も0.9%と低迷。景気減速が続く中、2020年前半までに追加緩和が行われる可能性が高い。

## 日本：日銀が景気・物価を再点検

2019年4-6月期のGDP改訂をうけて2019年度の成長見通しを下方修正。2020年度にかけ外部環境悪化や消費増税をうけ成長は緩慢だが、景気対策や人手不足対応投資が下支えすると予想。日銀の追加措置はフォワードガイダンス修正が軸。但し、首脳部はマイナス金利深堀りにも言及しており、10月の展望レポートや景気・物価の点検を受けた動きが注目される。財政面では12月を目途に追加対策が出されよう。



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。

# 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10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9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				・ 米中関係をはじめ政治情勢は引き続きリスク要因。しかし、悪材料への経済・市場の耐性は増しており、下値リスクは限定されつつある。景気配慮型の政策への期待や、割安なバリュエーションが支えとなる中、2020年初に想定される企業業績の底入れを見据えて、株式市場は持ち直す展開を予想。	
	米国				・ 足下の企業業績は力強さに欠けており、貿易摩擦のマイナスのインパクトが今後徐々に予想に反映される途上にあるとみられる。FRBの早期利下げは下支えになるが、追加関税の影響で景気のボトムは後ずれするとみられることもあり、当面リスクを意識しつつレンジ推移を想定。	
	欧州				・ ECBの緩和は好材料だが、軟調なマクロ景気、グローバル経済底入れの遅れ、政局不透明感によるバリュエーション抑制、などを考慮すると、レンジ推移が見込まれる。米中交渉（上下両サイド）、中国マクロ底打ち（アップサイド）、Brexitを含むナショナリズム（ダウンサイド）などがリスクファクター。	
	豪州				・ 減税がどの程度家計需要を支えるか評価が必要。バリュエーションが割高でマイナス材料には脆弱。RBAの追加利下げ観測はサポート要因だが、将来的に利下げ打ち止め感が出て長期金利が反発すればバリュエーションを侵食するリスク。米中対立、中国経済、鉄鉱石価格が注目材料。	
	アジア	先進国 (HK, SG)				・ 2019年業績見通しへの懸念が一巡するまではレンジ推移。香港は収益見通しは下方修正継続。デモ問題に関する投資家の不安もありアウトパフォーマンスは期待薄。シンガポールは米利下げが銀行の利ザヤ縮小につながるものの、業績予想の下方修正が相対的に軽微、割安感もあり相対的にポジティブ評価。
		新興国				・ 米中対立が長引く中、グローバル景気の底打ちは遅れる方向にある。年内は業績下方修正が継続、株価も横ばい基調か。但し、米長期金利水準対比では割安感があるほか、2020年に向け世界景気が底入れすれば成長性への期待もあり徐々に持ち直そう。米中交渉は上下両サイドのリスク要因。
	新興国					・ 米中対立が期待と失望の展開を繰り返し不透明要因になる一方で、FRBの利下げが景気 downturn 懸念を緩和する構図。米金利低下で新興国通貨の下落が緩やかなことは一定の安心材料。中期的には業績下方修正が一巡するにつれ緩やかな上昇に転ずると予想。米中交渉、中国の経済政策などに注目。
リート	日本				・ 利回り追求型の資金流入により価格が上昇している。今後は資金調達（増資）による物件取得の増加が見込まれ、リートの分配金成長率が4-5%に高まると期待される。こうした見通しを背景にリート指数は上昇余地が拡大しており、堅調な推移を見込む。	
	アジア				・ 低金利は世界のリート市場にとって好材料。景気減速をうけた不動産市場鈍化が見込まれる中、リートはデフンシブ性が評価され、底堅い推移となろう。アジアリートは米中対立や香港情勢の影響はあるが、日用品主体の商業施設リートなど競争力を有する銘柄を中心に堅調との見方を維持する。	
債券	日本				・ 米中対立は協議再開を受けてやや懸念が後退したものの、先行き不透明な状況であり、グローバル景気への下押し圧力は継続。海外金利の低水準が続き、高い運動性を保つ円金利も抑制。インフレ率が鈍化、円高懸念も残る中、日銀はフォワードガイダンスを長期化しよう。長期金利はマイナス圏での推移が継続と予想。	
	米国				・ 米中対立への懸念はやや後退したが、貿易環境の先行き不透明な中、製造業の景気はしばらく低迷する見込み。FRBは7、9月に続き、10月に追加利下げを行う見通しで、金利も低位で推移が続くと予想。但し、米中関係の改善（あるいはその期待感）が続く場合はやや上振れる可能性が出て来よう。	
	欧州				・ 景気は低迷が継続。ECBは9月に利下げと量的緩和再開決定を発表、今後も緩和スタンスを継続する見通し。通商摩擦やBrexitに関する懸念の強弱により金利の変動レンジが若干上下することはあり得るが、企業心理・景気への抑制的影響は残るとみられ、金利は低レンジでの推移が続くと予想する。	
	豪州				・ 2019年4-6月期の成長率は前年比1.4%となった。ほぼ市場予想通りだったが、豪州準備銀行（RBA）の見通し（1.75%）は下回った。FRBも追加利下げをする公算が高い中、RBAは6、7月に続き11月に3回目の利下げを行う公算が高いとの判断を維持する。長期金利は米国と連動する展開。	
	新興国				・ 米中対立の再燃を受け米債とのスプレッドは一時的に拡大していたが、FRBの利下げ追加観測の下、米長期金利も低レンジでの変動となっていることや、米中交渉再開の期待感などから再び縮小する展開となった。主要国の多くがインフレ安定を背景に利下げに動いており、長期金利は低水準で推移しよう。	
クレジット	投資適格				・ 発行の増加で需給は悪化した。米中対立への懸念がやや後退したことをうけスプレッドは縮小。モデルによる評価では小幅だが割高感があり、今後はレンジ圏での推移を予想。通商対立・市場のボラティリティ上昇に警戒を要するが、主要中銀の緩和下で、利回り追求型の資金が適格債市場への資金流入を支えよう。	
	ハイ・イールド				・ 米中対立への懸念がやや後退、主要国の長期金利・リスク資産の上昇と共にハイ・イールド債のスプレッドも縮小。ファンダメンタルズからみてスプレッドはレンジの下限に近いと判断。但し、利回り追求の資金流入が期待され、大幅拡大も見込みにくい。通商摩擦、景気 downturn、市場のボラティリティ上昇に注意したい。	
通貨	米ドル				・ 日米金利差や日本の国際収支の構造変化を考えると、米国が景気後退に陥らなければ大幅なドル安・円高の可能性は低い。一方でFRBの金融緩和と米長期金利のレンジの下方シフトがドルの上値を限定するとみられるため、102.5-110.0円の想定を維持。対日・対欧を含め米通商政策は引き続き要警戒ファクター。	
	ユーロ				・ ユーロは長期的な観点からみて底値圏にあるとみられるものの、ユーロ圏景気の低迷を背景にECBが9月に追加緩和を実施したこと、イタリアやBrexitなど政治的なリスクが高まっていること、通商摩擦に関する不透明感が残ること、などから当面はレンジ内で頭が重い展開がみこまれる。	
	豪ドル				・ 追加緩和はデータ次第という面もあるが、米中摩擦長期化、米利下げ等の外部環境を考えると、RBAは11月に今年3回目の利下げを行う公算が大きい。ただ、FRBも利下げに動いており、米中問題の激化が回避される方向が維持されれば、豪ドルがさらに下落する理由もなく、0.65-0.70のレンジ見通しを維持したい。	

(注) 2019年9月20日現在。(出所) 各種資料を基に三井住友DS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。

# マーケット動向の見通し（着地・レンジ）

## 主要資産の市場見通し

	2019/7-2019/9見通し			2019/10-2019/12見通し			2020/1-2020/3見通し			2020/4-2020/6見通し			2020/7-2020/9見通し			2020/10-2020/12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	下限	上限	着地
<b>国内株式</b>																		
TOPIX	1,530	1,630	1,580	1,480	1,720	1,630	1,500	1,750	1,650	1,520	1,770	1,670	1,520	1,770	1,670	1,530	1,780	1,680
日経平均株価	21,100	22,400	21,700	20,300	23,600	22,400	20,500	24,000	22,700	20,800	24,200	23,000	20,800	24,200	23,000	21,000	24,300	23,200
TOPIX（配当込）	2,319	2,470	2,394	2,256	2,618	2,482	2,298	2,675	2,524	2,340	2,717	2,566	2,352	2,729	2,579	2,379	2,756	2,606
東証小型株指数	2,800	2,990	2,900	2,700	3,150	2,980	2,750	3,210	3,020	2,770	3,240	3,050	2,770	3,240	3,050	2,780	3,250	3,060
<b>国内債券</b>																		
10年国債金利	▲0.30	▲0.10	▲0.25	▲0.30	▲0.10	▲0.25	▲0.30	▲0.10	▲0.20	▲0.30	▲0.10	▲0.20	▲0.30	▲0.10	▲0.20	▲0.30	▲0.10	▲0.20
NOMURA-BPI（総合）	388	396	394	388	396	394	389	396	392	389	396	393	389	397	393	389	397	393
<b>外国株式</b>																		
S&P500	2,650	3,050	2,950	2,650	3,075	2,900	2,700	3,100	2,950	2,700	3,150	3,000	2,750	3,200	3,050	2,800	3,250	3,100
NY DOW	23,700	27,300	26,400	23,700	27,500	25,900	24,100	27,700	26,400	24,100	28,200	26,800	24,600	28,600	27,300	25,000	29,100	27,700
NASDAQ	7,200	8,300	8,030	7,200	8,400	7,900	7,400	8,400	8,030	7,400	8,600	8,170	7,500	8,700	8,300	7,600	8,800	8,440
EURO Stoxx	340	390	380	340	400	370	350	410	380	350	410	380	360	420	390	360	420	390
FT100	6,600	7,400	7,200	6,600	7,600	7,100	6,700	7,800	7,200	6,800	7,900	7,300	6,900	8,000	7,400	7,000	8,100	7,500
MSCI（¥）	2,235	2,904	2,645	2,252	2,964	2,616	2,319	3,025	2,696	2,336	3,069	2,739	2,403	3,144	2,810	2,445	3,188	2,853
MSCI Emerging（Gross US\$）	2,200	2,500	2,350	2,200	2,550	2,350	2,200	2,600	2,350	2,250	2,650	2,400	2,250	2,650	2,400	2,250	2,650	2,400
MSCI AC APAC ex Japan（Gross US\$）	1,300	1,400	1,350	1,250	1,450	1,350	1,250	1,450	1,350	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400
MSCI AC Asia ex Japan（Gross US\$）	1,350	1,450	1,400	1,300	1,500	1,400	1,300	1,500	1,400	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450	1,350	1,550	1,450
<b>外国債券</b>																		
米国10年金利	1.20	2.00	1.40	1.20	2.00	1.40	1.20	2.00	1.40	1.20	2.00	1.40	1.20	2.00	1.40	1.20	2.00	1.40
独10年金利	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60	▲0.80	▲0.20	▲0.60
英国10年金利	0.10	0.90	0.40	0.10	0.90	0.40	0.10	0.90	0.40	0.10	0.90	0.40	0.10	0.90	0.40	0.10	0.90	0.40
米国30年金利	1.70	2.60	1.90	1.70	2.60	1.90	1.70	2.60	1.90	1.70	2.60	1.90	1.70	2.60	1.90	1.70	2.60	1.90
FTSE-WGBI（¥）	411	498	457	413	499	460	414	500	464	415	501	465	417	502	466	419	502	467
FTSE-WGBI（¥Hedge）	400	422	416	400	422	416	401	421	416	401	421	415	401	420	415	402	419	414
<b>為替</b>																		
ドル/円	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00	100.00	110.00	105.00
ユーロ/ドル	1.10	1.20	1.13	1.10	1.20	1.14	1.10	1.20	1.15	1.10	1.20	1.15	1.10	1.20	1.15	1.10	1.20	1.15
ユーロ/円	110.00	130.00	119.00	110.00	130.00	120.00	110.00	130.00	121.00	110.00	130.00	121.00	110.00	130.00	121.00	110.00	130.00	121.00
ポンド/円	120.00	140.00	130.00	120.00	140.00	130.00	125.00	145.00	130.00	125.00	145.00	130.00	130.00	150.00	130.00	130.00	150.00	130.00
豪ドル/円	65.00	80.00	73.00	65.00	80.00	73.00	65.00	80.00	73.00	65.00	80.00	73.00	65.00	80.00	73.00	65.00	80.00	73.00
<b>短期金利</b>																		
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	▲0.10	0.00	▲0.05
<b>政策金利</b>																		
米FFレートの	1.75	2.00	2.00	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50	1.25	1.50	1.50
ユーロレポレートの	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00	▲0.10	0.00	0.00

（注）2019年9月17日現在。（出所）各種資料を基に三井住友DS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。

# 海外市場 (米国)

## <株式市場>

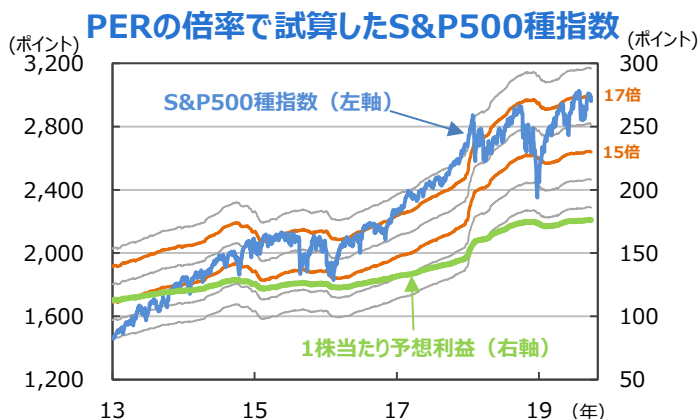
### 総じて底堅い展開を見込む

- 米国株式市場は、景気は2020年に向け回復が期待され、金融政策に対する信頼も強く、総じて底堅い展開が続こう。トランプ大統領の発言が選挙対策の色彩を一段と帯びることで、市場の変動率が高くなるリスクは依然内包している。ただ、極端な景気悪化リスクを織り込む過程で、悪材料に対する抵抗力も高まり、S&P500種指数の12カ月先予想株価収益率（PER）で15倍を割るような大幅な下落は想定しづらい。一方、1株当たり予想利益の水準は頭打ち感が出ており、PERで17倍を大きく上回るには力不足と言えよう。引き続き15～17倍程度の高位のレンジで推移すると予想する。
- 引き続き「情報技術」がけん引役となろう。「情報技術」はソフトウェア・サービスのウエイトが高く、こうした企業はネットワーク経由のサービスやペーパーレス化に必要なソフトウェアなどを提供している。「情報技術」の売上高及び利益の伸び率は、2019年を底に2020年以降回復する見通し。

## <債券市場>

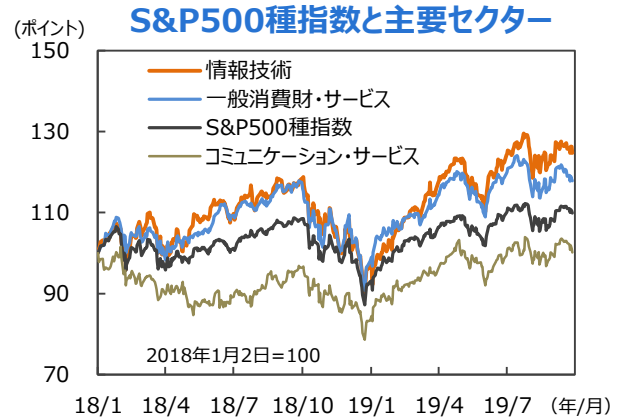
### 長期金利は低位での推移が続こう

- 国債：対中通商問題による不透明や景気の先行き懸念が継続、FRBは緩和政策を継続し、10月も追加利下げを行う見通し。長期金利は低位での推移が続くと予想される。
- 投資適格社債：米中貿易摩擦激化による世界経済減速への懸念がひとまず後退した。米中貿易摩擦が再び激化する懸念は残るものの、利回り追求の動きから投資適格社債への需要の軟化は見込みにくく、スプレッドは横ばいでの推移が予想される。
- ハイ・イールド社債：米中对立への懸念がやや後退する中、主要国の長期金利・リスク資産の上昇と共に、ハイ・イールド社債のスプレッドも縮小した。ファンダメンタルズからみてスプレッドはレンジの下限に近いと判断される。但し、利回り追求の資金流入が引き続き期待され、スプレッドが大幅に拡大することも想定しづらい。通商摩擦、景気下振れ、市場のボラティリティ上昇がリスク要因と考えられる。



(注) データは2013年1月2日～2019年9月27日。株価収益率（PER）の倍数（13倍～18倍）に1株当たり予想利益をかけてS&P500種指数の水準を試算。1株当たり予想利益は12カ月先予想（I/B/E/S予想）。

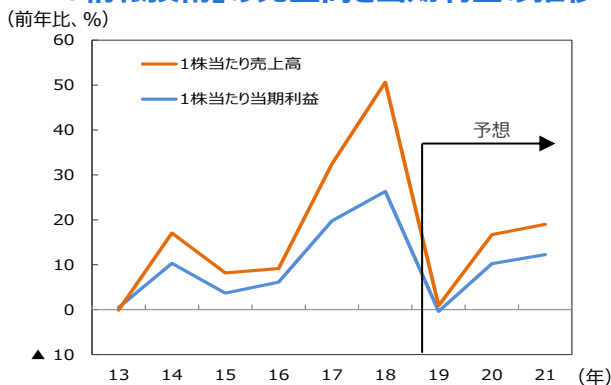
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成



(注) データは2018年1月2日～2019年9月27日。

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

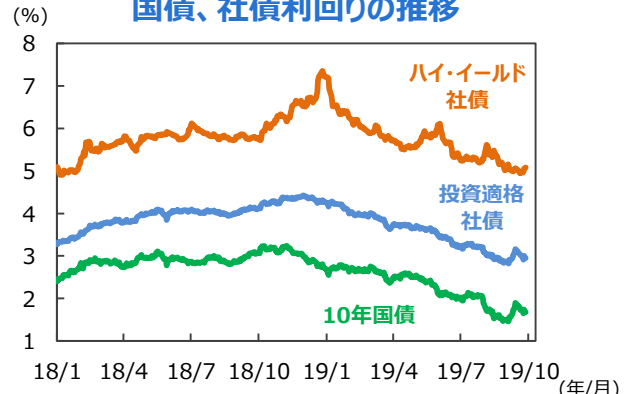
### 「情報技術」の売上高と当期利益の推移



(注) データは2013年～2021年。2019年以降はFactSet予想。

(出所) FactSetを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 国債、社債利回りの推移



(注) データは2018年1月1日～2019年9月27日。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DS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。

# 海外市場（ユーロ圏）

## ＜株式市場＞

### 軟調な景気を背景に、レンジでの推移が続く

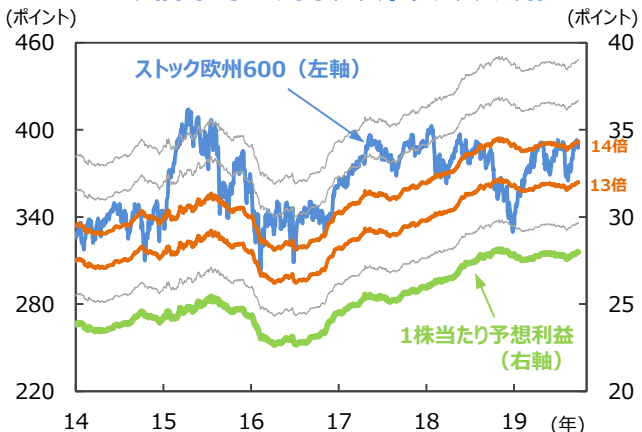
- ECBによる金融緩和策は株式市場にとって好材料。しかし、引き続き軟調なマクロ景気、グローバル経済の底入れタイミングの遅れ、欧州政局の不透明感などによってバリュエーションが抑制されている、などを考慮すると、レンジ推移が続く見通し。米中交渉の進展と停滞は上振れ・下振れ両リスクがある他、中国経済の底打ちは上振れ、英国のEU離脱問題（Brexit）を含むナショナリズムの台頭は下振れリスクとして、作用しよう。
- 欧州経済・企業業績の見通しを背景に、引き続きPERで13～14倍程度のレンジでの推移を想定する。9月時点での2020年の1株当たり予想利益は28.6ポイント（8月28.9ポイント）と下振れ傾向が続いており、企業業績はいまだ景気後退リスクを織り込む途上にあると考えられる。但し、緩和的な金融政策が引き続き株価の下支え要因となることから、大きく値を崩す可能性は限られよう。

## ＜債券市場＞

### 包括的な緩和策を受け、長期金利は低位での推移が続こう

- ECBは9月12日の理事会で、預金ファシリティ金利（DFR）を▲0.4%から▲0.5%へ引き下げ、11月より毎月200億ユーロペースで資産購入を再開することを決定した。政策金利のフォワードガイダンスについては、「政策金利はインフレ見通しが2%弱に十分近い水準までしっかりと接近するまで、現状かそれ以下の水準を予想」との文言となった。今回の決定では、利下げ幅、資産購入の金額とも当初想定（▲0.2%、500億ユーロ）よりも小さかったものの、フォワードガイダンス部分は予想以上に強かった。
- 今後の金融政策については、ECBのGDPや賃金の見通しが依然として楽観的であることを踏まえると、20年半ばまでに追加緩和が必要になると見られる。
- 包括的な緩和策を受け、長期金利は低位での推移が続こう。

### PERの倍率で試算したストックス欧州600



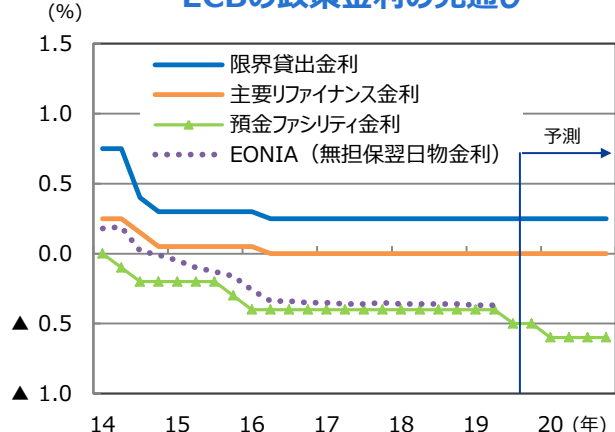
(注) データは2014年1月2日～2019年9月27日。株価収益率（PER）の倍率（12倍～16倍）に1株当たり予想利益をかけてストックス欧州600の水準を試算。1株当たり予想利益は12カ月先予想（I/B/E/S予想）。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### ストックス欧州600とリビジョン・インデックス



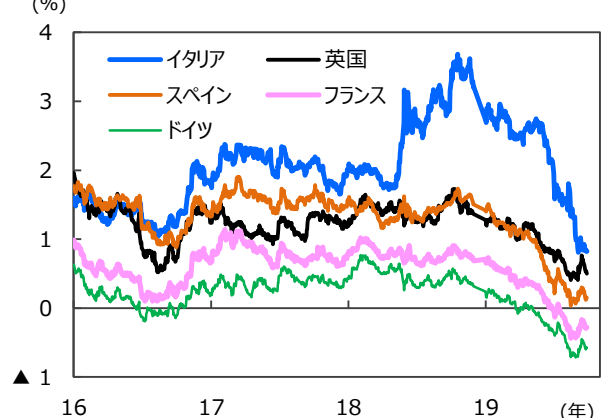
(注) データは2015年1月1日～2019年9月27日（リビジョンインデックスは9月19日）。週次。リビジョンインデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正銘柄数 - 下方修正銘柄数）÷（上方修正銘柄数 + 下方修正銘柄数）で計算。4週移動平均。当期利益はI/B/E/S予想。  
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### ECBの政策金利の見通し



(注) データは2014年1-3月期～2020年10-12月期。2019年7-9月期以降は三井住友DSアセットマネジメント予測。  
(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DS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) データは2016年1月1日～2019年9月27日。  
(出所) Bloombergのデータを基に三井住友DS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。



# 海外市場（アジア）（1）

## ＜アジア株式市場＞

### 業績見通しへの懸念が一巡するまでレンジでの推移を予想

- 2019年の業績見通しへの懸念が一巡するまではレンジでの推移が続こう。香港は、米中対立の不透明感が一旦収束したものの、香港デモが長引いており、市場のセンチメントを引き続き下押ししている。また、予想EPSコンセンサスも下方修正が継続している。12カ月先予想株価収益率（PER）は9月23日時点で10.0倍と、2010年以降の2019年8月までの平均値（11.0倍）に対してディスカウントが拡大する方向にある。香港デモの収束を待つ必要がある。
- セクター別に見ると、8月中旬からの戻り率は「情報技術」、「情報・コミュニケーション」が相対的に高い。「情報技術」が堅調となった背景として、アジアの半導体の売上げが大底を形成するとの期待があると思われる。また、小売りや自動車などが含まれる「一般消費財」が引き続き下げ止まりから緩やかな上昇を続けていることは明るい兆しと言えよう。

- 今後のアジア株式市場は、2つの点が注目される。第一は、アジア株価指数の時価総額の17%を占める「情報技術」の業績と株価で、その方向性に大きな影響を与える半導体の売上げである。2018年9月にピークを付けたアジア（含む中国）の半導体売上げは、19年3月の201億ドルを底に7月には211億ドルと回復傾向を示している。中国では次世代通信規格5Gの通信整備が進んでおり、2020年にかけて需要の拡大が期待される。
- 第二は、10月に開催が予定される米中閣僚級協議の行方である。一部メディアは、中国が農産物の購入で10月に米国と合意する可能性を報じており、米中交渉がさらに前進する可能性がある。トランプ大統領は、過去に閣僚級協議の合意を何度も覆しているだけに、楽観視はできない。ただ、来年11月に大統領選挙を控えたトランプ大統領が、中国側からの譲歩を引き出せれば、妥協する余地も生まれる可能性がある。米中交渉の分岐点になるか、注目が集まろう。

### アジア株価指数、予想株価収益率の推移



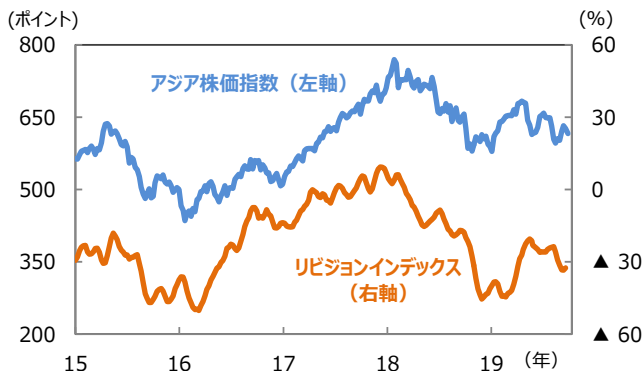
(注1) データは2006年1月2日～2019年9月27日。  
 (注2) アジア株価指数（MSCI AC アジア（除く日本））は米ドルベース。予想株価収益率＝株価÷1株当たり予想利益。1株当たり予想利益は12カ月先予想（Bloomberg集計）。予想株価収益率の平均値の計算期間は2006年1月2日～2019年8月30日。アジア株価指数、1株当たり予想利益は2006年1月2日＝100。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### アジア株価指数の推移



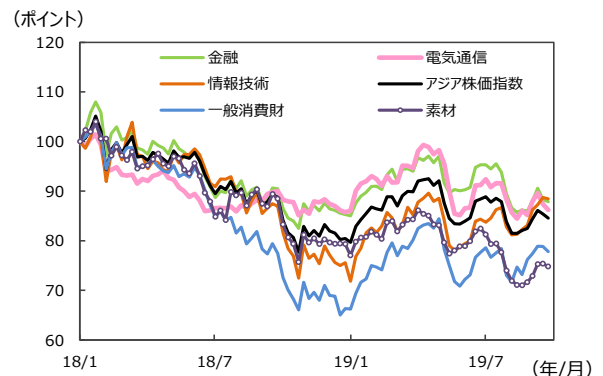
(注) データは2018年1月1日～2019年9月27日。  
 アジア株価指数はMSCI AC アジア（除く日本）、米ドルベース。  
 (出所) Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### アジア株価指数、リビジョン・インデックスの推移



(注) データは2015年1月1日～2019年9月27日（リビジョン・インデックスは9月19日）。週次。  
 リビジョン・インデックス：当期利益のコンセンサス予想をベースに、（上方修正銘柄数－下方修正銘柄数）÷（上方修正銘柄数＋下方修正銘柄数）で計算。4週移動平均。  
 当期利益はL/B/E/S予想。  
 (出所) Datastreamのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 主要セクターの株価推移



(注) データは2018年1月5日～2019年9月27日。週次。  
 (出所) FactSetのデータを基に三井住友DS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。

# 海外市場（アジア）（2）

## <インド株式市場>

### 法人税減税を好感し急上昇

#### ○インド政府は大幅な法人税減税を発表

・インドのシタマン財務相は9月20日、景気浮揚に向けて、法人税率の引き下げを柱とした、205億ドル（約2.2兆円）規模の景気対策を発表した。今年度から法人税率を30%から22%へ引き下げると共に、最低代替税率を18.5%から15%へ引き下げることを選んだ。また、10月以降に設立した製造業に対しては法人税率を15%とするなど、景気減速が鮮明になる中、投資を活発化させる措置を打ち出した。

#### ○企業収益改善と景気回復に期待

・政府が発表した法人税減税は、期初に遡って適用されるため、今年度を含め企業収益の改善が期待できる。市場参加者の間では7~8%程度の企業収益の押し上げが見込まれている。また、法人税率引き下げが、中期的に国内外の投資を呼び込み、景気回復にもつながると考えられる。さらに、これまで景気減速や企業収益の伸び悩みなどを嫌気して続いていた外国人投資家による株式の売り越しも収まると期待される。今回の法人税減税は、インド株式市場への資金流入の契機となる可能性がある。

## <豪州株式市場>

### 米中協議進展、金融緩和期待が相場を下支え

・豪州株式市場は、8月に米国の対中追加関税第4弾の表明から大きく調整したが、9月以降は回復基調にある。米中協議が再開される可能性が高まったことや、原油価格の高騰、金融緩和期待などが背景。豪州準備銀行（RBA）の追加利下げ観測がサポート要因だが、将来的に利下げ打ち止め感が出て長期金利が反発すれば、バリュエーションを侵食するリスクがある。引き続き米中対立、中国経済、鉄鉱石価格の動向に影響を受けやすい展開が続こう。

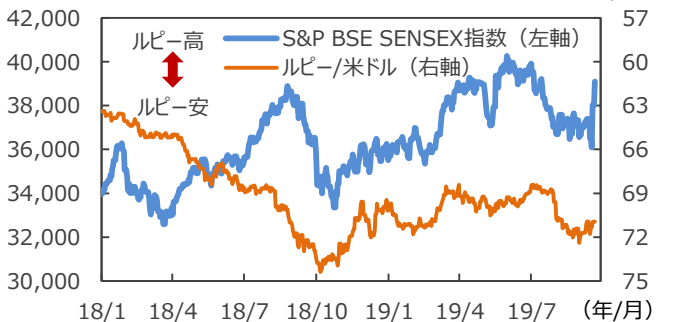
## <豪州債券市場>

### 長期金利は米国に連動する展開が継続

・2019年4-6月期の実質GDP成長率は前年比+1.4%で、RBAの見通し（同+1.75%）を下回った。公的支出と外需が押し上げ要因となったが、民間投資、個人消費の伸びが鈍い。当面は、減税措置を受けた個人消費の持ち直しが注目される。

・今後は欧米の一段の金融緩和を受けて、RBAは11月に3回目の利下げを行う公算が高く、来年1-3月期にも一段の追加利下げを実施すると予想する。長期金利は米国と連動する展開が続こう。

（ポイント） **インドの株式市場とルピーの推移**（円/ルピー）



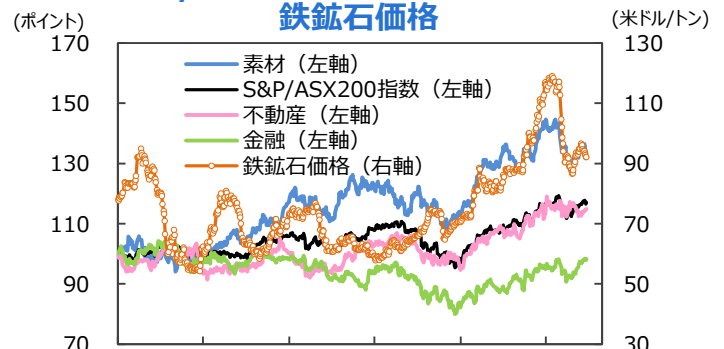
（注）データは2018年1月4日～2019年9月23日。  
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### インド市場の推移

インド市場	基準日	騰落率または変化幅（%）			
	9月23日	1週間	1か月	6か月	1年
為替レート					
円/ルピー（円）	1.52	0.4	3.1	▲4.9	▲2.8
ルピー/米ドル（ルピー）	70.93	▲0.9	▲1.0	2.9	▲1.8
金利（%）					
政策金利	5.40	0.00	0.00	▲0.85	▲1.10
10年国債利回り	6.75	0.03	0.18	▲0.59	▲1.33
株式指数（ポイント）					
SENSEX	39,090	5.3	6.5	2.4	6.1
NIFTY中型株100					
	16,745	5.0	9.1	▲5.6	▲8.7

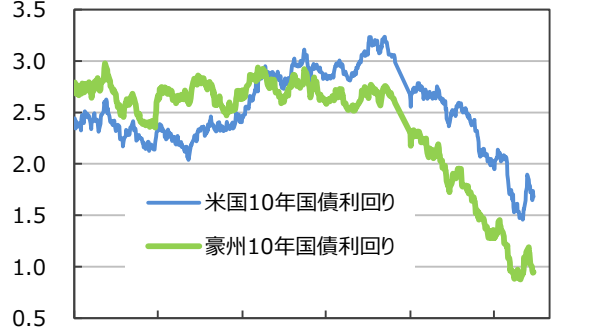
（注）データは2019年9月23日基準。  
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

（ポイント） **S&P/ASX200指数、主要セクターと鉄鉱石価格**（米ドル/トン）



（注1）データは2017年1月3日～2019年9月27日。  
（注2）S&P/ASX200指数、主要セクターは2017年1月3日=100。  
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

### 豪州10年国債利回りの推移



（注）データは2017年1月2日～2019年9月27日。  
（出所）Bloombergのデータを基に三井住友DS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。

# 日本市場（1）

## <株式市場>

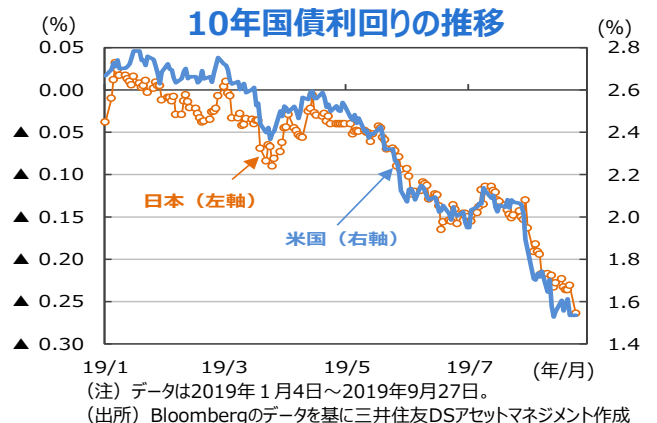
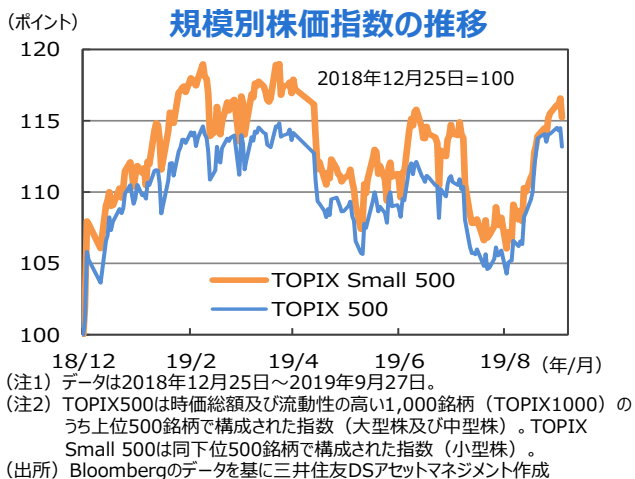
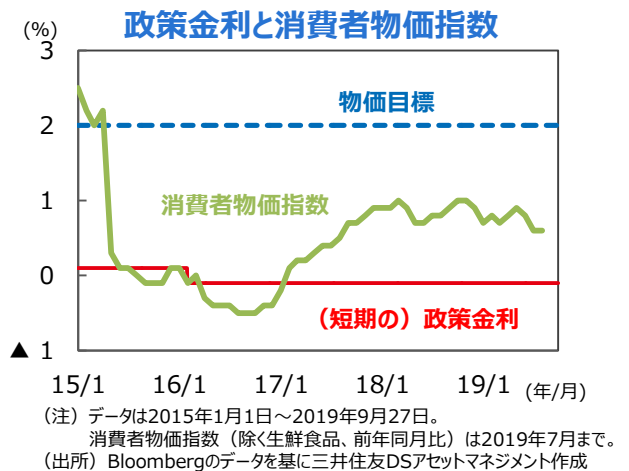
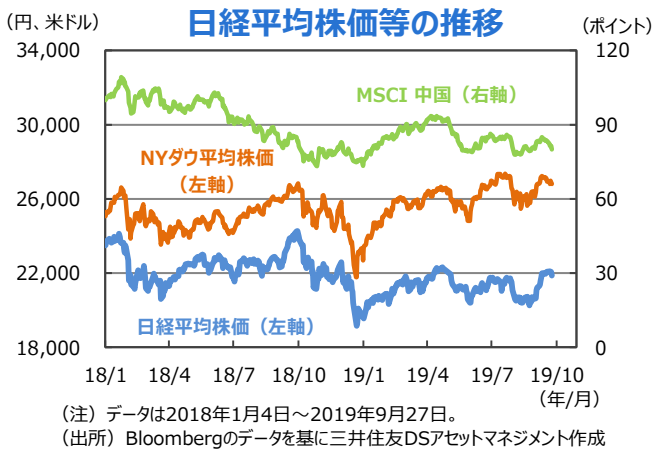
### 景気サイクルの底打ちを見据え、持ち直す展開

- 日本株式市場は、米中関係をはじめ海外政治情勢の先行きに不透明感が残るものの、悪材料に対する市場の耐性は強まりつつあることから、更なる下落懸念は後退しつつあると見られる。
- 景気下支えを目的とする政策期待、割安なバリュエーションが支えとなる中、来年初に想定される景気サイクルの底打ちを見据え、日本株式市場は持ち直しへ向かう展開を予想する。
- 米中間の関税撤廃もしくは引き下げ等による緊張緩和、主要各国における財政・金融政策の発動効果で、景気・業績のモメンタムが著しく改善する場合は、想定レンジの上限を上抜けよう。逆に、米中が景気を犠牲にしてまでも対立を続ければ、一段と円高が進行するほか、消費税増税後の内需の失速などと相俟って、景気底割れ懸念が高まれば、想定レンジの下限を割ると予想する。

## <債券市場>

### 長期金利はマイナス圏での推移が継続

- 日銀は19日、金融政策の現状維持を決定した。日銀が金融政策の現状維持を決めた背景には、足元で円安・株高の追い風が吹いていることがある。対米ドルで一時104円台に上昇した円相場は、108円付近に下落していることに加え、日経平均株価が年初来高値圏にあるなど、追加緩和が要求される環境ではない。また、異次元緩和を続けてきた日銀は、緩和の長期化に伴う銀行の収益圧迫や機関投資家の運用難などの副作用への目配りが必要なため、追加緩和は出来るだけ温存したいのが本音と考えられる。引き続き長期金利はマイナス圏での推移が継続する見通し。
- 日銀は声明文に、「物価安定の目標に向けたモメンタムが損なわれる恐れについて、より注意が必要な情勢になりつつある」との文言を加えた。さらに、経済・物価情勢の展望（展望レポート）を公表する次回10月の会合で経済・物価動向を改めて点検していく考えを示した。物価上昇の勢いも鈍りつつある中、次回会合での展望レポートで物価見通しが引き下げられる可能性が高まっている。



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。

# 日本市場 (2)

## ＜株式市場の注目点＞

### 予想PER16倍台の壁に挑む日経平均株価

#### ○予想PER16倍台の壁に挑む日経平均株価

日本株式市場は、株価純資産倍率（PBR）の1倍割れや日経平均株価の2万261円までの下落などで、悪材料をかなり織り込んだと言えよう。ただ、日経平均株価と1株当たり予想利益の関係を見ると、2016年のように予想利益が上昇しない局面では12カ月先予想株価収益率（PER）の16倍が壁となった。現時点で2万2,500円程度が16倍で、今後、日経平均株価は16倍台の壁に挑むことになる。

#### ○グローバルPMIや米中協議の部分的合意の可能性を見極める展開

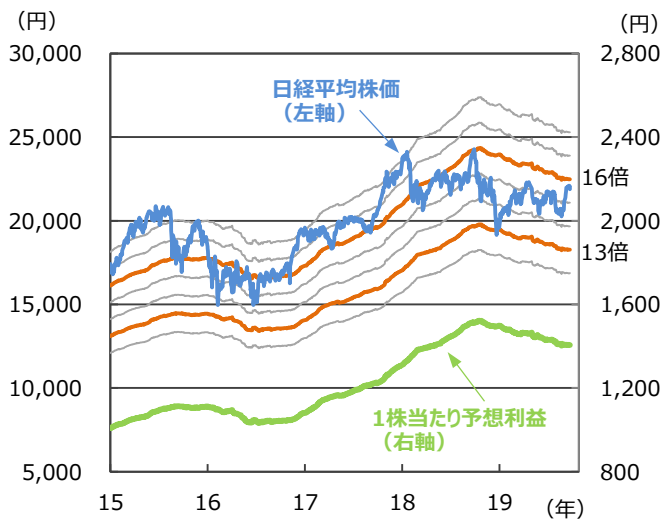
日経平均株価がPER16倍台を上回るための条件として、（1）グローバル購買担当者景気指数（PMI）の改善、（2）米中協議の部分的合意、を考えてみる。

・グローバルPMIは3カ月前差で0を下回っているが、0を上回った2017年に株価は大きく上昇した。主要国の財政・金融政策の効果で景気・企業業績のモメンタムが改善し、グローバルPMIが0を上回れば、株価水準の修正が進むと期待されよう。

・米中協議については、10月の閣僚級協議が注目される。11月のアジア太平洋経済協力（APEC）首脳会議に向けて、例えば中国の農産物輸入増など部分的な論点について合意、それ以外は凍結、といったケースが想定されよう。協議が部分的であれ合意に至れば、センチメントの好転が期待される。

・年内に予定される追加関税がすべて実施されても、金融市場の不安定化と更なる景気悪化のリスクを避けるため、協議は継続されよう。両国が歩み寄ることで、景気・業績に対する見通しが明るさを増せば、PER16倍の壁を上抜ける株価上昇が期待できよう。

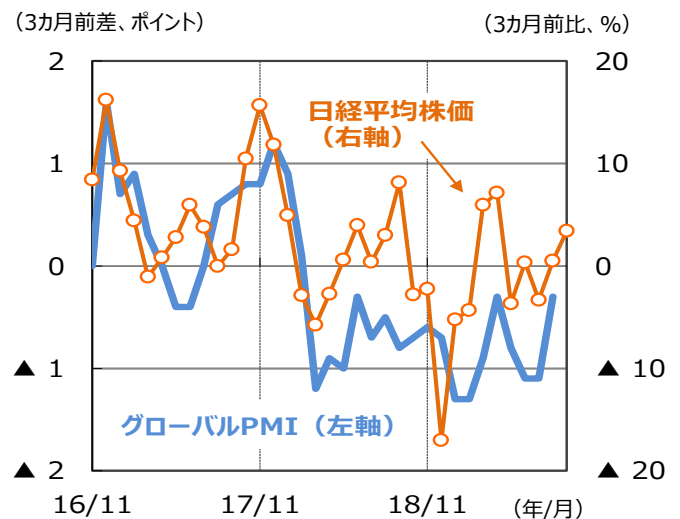
PERの倍率で試算した日経平均株価



（注）データは2015年1月5日～2019年9月27日。株価収益率（PER）の倍数（12倍～18倍）に1株当たり予想利益をかけて日経平均株価の水準を試算。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DSアセットマネジメント作成

グローバルPMIと日経平均株価



（注）データは2016年11月～2019年9月。グローバルPMIは2019年8月まで。日経平均株価は2019年9月（27日）まで。

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

# 通貨

## <円/米ドルレート>

- 日米金利差や日本の国際収支の構造変化を考えると、米国が景気後退に陥らなければ1米ドル100円を切るような大幅なドル安・円高の可能性は低い。一方でFRBの金融緩和と米長期金利のレンジの下方シフトが米ドルの上値を限定するとみられるため、1米ドル102.5円～110.0円の想定を維持。対日・対欧を含め、米通商政策は引き続き要警戒ファクター。

## <円/ユーロレート>

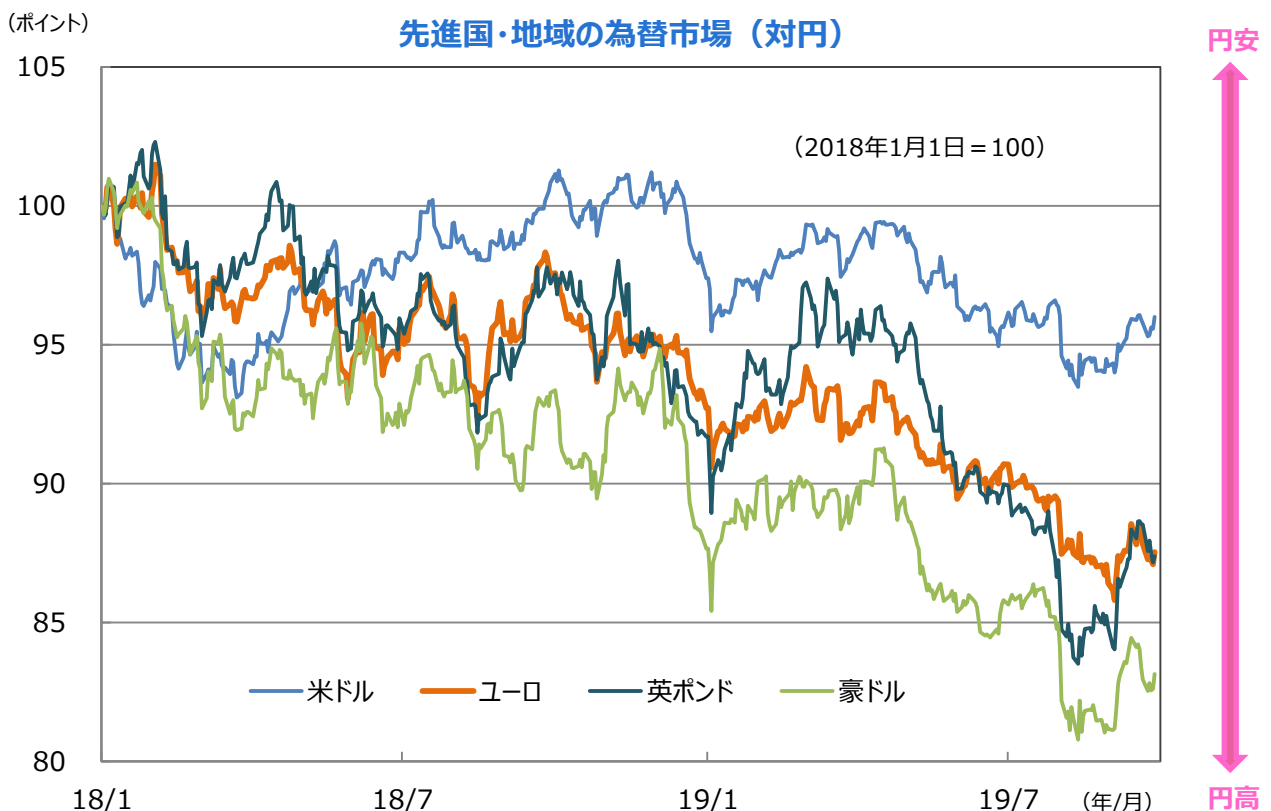
- ユーロは長期的な観点からみて底値圏にあるとみられるものの、ユーロ圏景気の低迷を背景にECBが9月に追加緩和を実施したこと、イタリア政局や英国の欧州連合（EU）からの離脱（Brexit）など政治的なリスクが高まっていること、通商摩擦に関する不透明感が残ること、などから、当面はレンジ内で上値の重い展開が続こう。

## <円/英ポンドレート>

- 英国では、景気の底堅い推移が英ポンドの下支え要因となる見通し。一方、Brexitについては、離脱延期法の成立で10月末の合意なき離脱のリスクは低下している。ただ、11月以降に総選挙の可能性があるので、Brexitを巡り引き続き不透明な状態が続くことから、英ポンドの重石となる。

## <円/豪ドルレート>

- 追加緩和はデータ次第という面もあるが、米中貿易摩擦の長期化、米国利下げ等の外部環境を考えると、RBAは11月に今年3回目の利下げを行う公算が大きい。ただ、FRBも利下げに動いており、米中貿易問題の激化が回避される方向が維持されれば、豪ドルがさらに下落する理由もなく、1豪ドル0.65米ドル～0.70米ドルのレンジ見通しを維持したい。対円では1豪ドル65円～80円を想定する。



(注) データは2018年1月1日～2019年9月27日。

(出所) Datastreamのデータを基に三井住友DS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。

# 今月のキーワード

## 足元で持ち直し傾向にある原油価格（2019年9月） 中東「情勢緊迫化」が相場を押し上げも、先行きは不透明

### 原油価格は持ち直し傾向、「サウジへの石油施設への攻撃」が背景

北米の代表的な原油価格であるWTI原油価格は、9月に入ってから、持ち直し傾向にあります。9月14日にサウジアラビア（サウジ）の石油施設が攻撃され、日量570万バレルの生産が停止したうえ、復旧についても不透明感が残ることが背景です。

### OPEC産油量は低位推移、需給引き締めが意識されやすい

9月11日に公表された石油輸出国機構（OPEC）月報の9月号によると、OPEC加盟国の原油生産量は低位で推移しています。8月の生産量は日量で前月比▲13.6万バレルとなる2,974万バレルでした。

2019年の世界の原油需要は日量9,984万バレルと予想されています。需給の均衡にはOPEC加盟国で3,061万バレルの供給が必要とみられますが、原油生産量が現状の2,974万バレル程度で推移すれば、「2019年は需要が供給をやや上回りそうです。」

このように、もともと原油需給の引き締めが見込まれていたなかで、サウジの生産の半分程度が停止したことから、復旧に時間を要する場合、原油価格への上昇圧力が増していく可能性があります。

### 中東情勢は不透明感強く、今後の動向に注目

サウジは生産能力が9月末までには攻撃前の水準まで回復するとしており、すでに回復したとの報道もある一方、復旧には数カ月程度かかるとの指摘もあります。

また、サウジや欧米諸国は、「イランが主体的に攻撃に関与した」との見解を示しており、関与を否定するイランとの対立が先鋭化しています。

現状では米国やイランが軍事行動に出る可能性は低いとみられるほか、米中貿易摩擦などに起因する世界的な景気減速懸念が意識されていることなどから、原油価格が今後持続的に上昇していく公算は小さいと考えられます。とはいえ、不透明感は強く、状況を注視していく必要があります。

# The Key Word of This Month

## Crude oil prices, on a pick-up trend (September 2019) The outlook of oil price is uncertain despite the 「rising tensions」 in the Middle East

### Crude oil prices picked up, spurred by 「the attacks on Saudi Arabia's oil facilities」

WTI crude oil price, which represents the crude oil prices in North America, have been on a pick-up trend since the beginning of September. On September 14, the oil plants in Saudi Arabia were attacked, and oil production of 5,700 thousand barrels per day was suspended. There is still uncertainty over the recovery of the plant.

### OPEC oil production remains well under-controlled, and market tightness tends to be focused

According to the September edition of the Organization of Petroleum Exporting Countries (OPEC) Monthly Report published on September 11, crude oil output in OPEC member countries has remained at a low level. In August, the daily production volume was 29,740 thousand barrels, or ▲136 thousand barrels compared to the previous month.

Global demand for crude oil in 2019 is expected to be 99,840 thousand barrels per day. The supply-demand balance will require 30,610 thousand barrels of crude oil production by OPEC member countries, but if crude oil output stays at the current level of 29,740 thousand barrels, 「demand is likely to slightly exceeds supply in 2019」.

Half of the oil production was halted in Saudi Arabia under such situation. If it takes time to restore the plant, upward pressure on crude oil prices could increase.

### The situation in the Middle East is highly uncertain, and focus should be on the future developments

Although Saudi Arabia announced that its production capacity will recover to pre-attack levels by the end of September, some news source reported the full recovery of its production while other source reported that the recovery will need a few months.

On the other hand, the conflict between Iran vs. Saudi Arabia, US and Europe is heightening as latter expressed the view that 「Iran was proactively involved in the attack」, and former denied such allegation.

At present, it is unlikely that crude oil prices will continue to rise, as global economy might slow down because of the trade conflicts between the U.S. and China and the chance of military action between U.S. and Iran is quite low. Nevertheless, the situation is highly uncertain, and it is necessary to closely monitor the development in the region.

## 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](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](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](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けます。

#### ◆直接ご負担いただく費用・・・購入時手数料 上限3.85%（税込）

・・・換金（解約）手数料 上限1.10%（税込）

・・・信託財産留保額 上限1.80%

#### ◆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3.905%（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、計算方法を具体的に記載できません。

※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DS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。

〔2019年8月30日現在〕

※税込の料率は、消費税率10%として計算しています。

### 「R&I顧客満足大賞」について

「R&I顧客満足大賞2019（総合、「年金情報」「ファンド情報」調査）」は、R&Iが年金基金と投信販売会社それぞれに対して実施したアンケートに基づく参考情報（ただし、その正確性及び完全性につきR&Iが保証するものではありません）の提供を目的としており、特定商品の購入、売却、保有を推奨、又は将来のパフォーマンスを保証するものではありません。アンケートの集計方式については、2019年6月3日付「年金情報」、もしくは2019年5月27日付「ファンド情報」掲載の当賞に関する記事を参照ください。当賞は、信用格付業ではなく、金融商品取引業等に関する内閣府令第299条第1項第28号に規定されるその他業務（信用格付業以外の業務であり、かつ、関連業務以外の業務）です。当該業務に関しては、信用格付行為に不当な影響を及ぼさないための措置が法令上要請されています。当賞に関する著作権等の知的財産権その他一切の権利はR&Iに帰属しており、無断複製・転載等を禁じます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DS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DS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9月27日